

《厦门大学法律评论》第2期

厦门大学出版社 2001.12 版

《从客观标准到实证标准:试论“短线交易”行为要件的目的解释》

第50页~第111页

从客观标准到实证标准:试论 “短线交易”行为要件的目的解释

刘 桥*

目 录

引论

第一章 从“客观标准”到“实证标准”:对 Kern Country 案判决的质疑

第二章 16(b)客观规范目的的探寻

第三章 短线交易行为目的解释的基本理论问题

第四章 公司并购与重组中非传统交易的目的解释

第五章 股票选择权交易的目的解释

本文结论暨对我国法的意义

引 论

大陆法系学说上关于法律解释的目的存在主观说与客观说两种对立的观点。主观说认为法律解释的目的在于探求立法者主观的历史意思;客观说则认为其目的在于发现寓存于法律、合于其理念之规范意旨。^① 两者的分歧,体现了对司法者职能的不同认识和价值观上的冲突:司法者是应恪守

* 刘桥:厦门大学法学硕士,牛津大学法学博士候选人。

① 王泽鉴著:《民法实例研习——基础理论》,1990年自版,第128页。本文所讨论的法律解释,主要指司法解释。

立法者本意而裁判还是应承担起发展法律的任务?立法者与司法者的职能之间是否应该有一条明确的分界线?法律的安定性价值与妥当性价值何者为重?自20世纪以来,自由法运动兴起,取代概念法学,^②客观说与其所倡导的发挥司法者能动性、重视法的妥当性价值的趋势相适应,在今日遂成为通说。^③自由法运动的元老、目的法学派的先驱 Rudolf von Jhering 曾说:“目的是所有法律的创造者”,肯定了司法者根据客观规范目的的发展“续造”法律的权限。司法者进行目的解释不再单纯为了澄清法律的疑义,而已成为实现个别的实践正义的一种工具。^④然而,司法者的这种创造性活动是否受到立法者的“历史意思”的限制?自由法运动中的诸学派,除自由法学派之外,均肯定了这种限制的存在。^⑤学者提出介于主观说与客观

② 20世纪的自由法运动包括了目的法学、自由法学、科学法学、利益法学等流派,关于其各自主要观点参见梁慧星著:《民法解释学》,中国政法大学出版社1995年版,第62~75页。

③ 学者总结采用客观说的主要论点有四:1.一个具有意思能力之立法者,并不存在,法律之草拟,历经各单位机关,何人为立法者殊难确定,意思不一致时,应以何人为主,实有疑问;2.具有法律效力者,系依法律形式而为之外部表示,而非存在于所谓立法者之内心思;3.受法律规范之人所信赖者,系法律之客观表示,而非立法者主观之意思;4.客观说最能达成补充或创造法律之功能,倘采主观说,则法律之发展将受制于“古老之意思”,不能适应新的社会需要。王泽鉴著,前引书,第129页。然而有观点认为客观说可加强法的安定性,似值商榷,见黄茂荣:《法学方法与现代民法》,台湾大学法学丛书编辑委员会编辑,1982年自版,第278页。

④ 学者认为,目的解释方法的运用,应以文义解释有复数解释结果存在之可能性为前提,同时又不得超越该文义解释的可能范围。然而,目的解释除了作为其他解释方法(如文义解释、体系解释、历史解释、比较法解释等)无法完全澄清法律疑义时的终极解决方案之外,还发挥着检查和复验其他解释方法所获结论是否妥当的作用(王泽鉴著,前引书,第156页;梁慧星著,前引书,第245~246页;[德]Karl Larenz,陈爱娥译:《法学方法论》,陈爱娥译,五南图书出版社1996年版,第245~248页),这是其一。其二,一个词句在不同的时代、对不同的解释者往往具有不同的意义,文义解释与体系解释主要发挥限制的功能(Karl Larenz,第247页),在多数情况下只能起到防止将明显不属于文义的情形纳入调整范围、而不是确定法律是否具有唯一解释结果的作用(王泽鉴著:《民法实例研习——基础理论》,1990年自版,第128页)。因此,文义解释结果能否作为判断是否采用目的解释的标准,颇值疑问。

⑤ 前引②,梁慧星书,第75页。

说之间的折衷说,其重心也在于作出类似限制,以维护法律的安定性和立法司法分权制衡的格局。^⑥ 本文认为,司法者必须在立法者的宏观利益规划与自身对个案的具体衡量之间、集体正义与个别正义之间的矛盾中求得均衡,必须对立法者的“历史意思”、对社会生活的客观要求形成正确的认识。短线交易制度的特殊性在于,立法模式明确地排除了司法者某种程度的个案衡量权,集体正义在某种程度上超越了个别正义,司法者必须为这种模式保留一个明确的适用范围;同时,在此范围之外,对于什么样的解释才符合客观规范目的的真实含义并满足现实发展和个案正义的要求,司法实践上还存在着相当的误解。美国法院在对短线交易制度中“买入”和“卖出”行为的解释上发生的从“客观标准”到“实证标准”的演变,可以类比为大陆法系司法解释中的“造法”活动。^⑦ 本文试图对这两种标准适用界限的划分问题和后一标准下解释应遵循的具体准则问题加以研究。纵观世界各国,继受美国短线交易法律制度的国家屈指可数,^⑧ 我国即属其一。相信本文的研究对妥当解释我国法上相关用语、实现规范短线交易的目的具有一定的参考意义。

⑥ 德国学者 Karl Larenz 认为,法律在今日法秩序中的标准意义(规范性意义),只有同时考虑历史上立法者的规定意向及其具体的规范想法,才能获得确定,在这一思考过程中,所有因素,不论是“主观的”或是“客观的”,均应列入考量,而且这个思考过程原则上没有终点。[德]Karl Larenz 著,前引书,第 224 页。以上可作为折衷说的代表性观点。

⑦ 当然,普通法系下的法院判例本身就是法律渊源之一,但是,立法权与司法权的协调和制衡,应当是两大法系面临的共同问题。

⑧ 美国短线交易法制曾先后被古巴、英国、加拿大等国的立法委员会否决。Munter, Section 16(b) of the Securities Exchange Act of 1934: An Alternative to “Burning Down the Barn in Order to Kill the Rats”, 52 Cornell L. Q. 69, 71 (1966), from J. H. Choper, J. C. Coffee, Jr. and C. R. Morris, Jr., Cases and Materials on Corporations, Little, Brown and Company 1989, p526. 继受该种法制的立法如台湾地区《证券交易法》第 157 条、日本《证券交易法》第 189 条及《中华人民共和国证券法》第 42 条。

第一章 从“客观标准”到“实证标准”:

对 Kern Country 案判决的质疑

对短线交易的法律规范,起源于美国 1934 年《证券交易法》第 16 条 b 款。该款确立了一种客观归责的标准:

为了防止上述受益所有人、董事或高级管理人员对其藉与发行人的关系可能获得的信息的不公平利用,上述人等若在不足六个月的一段期限内买入而后卖出,或卖出而后买入,该发行人的任何股权证券(豁免证券除外),无论其在进入该交易时是否怀有在超过六个月的一段期限内持有所买进证券或不再买进所卖出证券的意图,其所获得的全部利润均应归该发行人所有并得由其请求返还,但该证券是因之前已经发生的一项债务而善意获得的除外。请求返还之诉得由发行人,或在该发行人经要求后 60 天内未能或拒绝提起该项诉讼、或者在起诉后未能以合理谨慎进行该项诉讼的情况下,由该发行人的任何证券的所有人以该发行人的名义并代表该发行人,无论以普通法还是衡平法为依据,向任何有合法管辖权的法院提起诉讼;但在上述利润实现已届两年后则不得再提起上述诉讼。本款规定不得被解释为包括:上述受益所有人并未在买入和卖出,或卖出和买入时均为所涉证券的受益所有人的任何交易,以及证监会认为不为本款目的所包含、并通过规

则规范予以豁免的任何交易。^⑨

根据这一标准,一旦满足以下四个客观要件,被告无论是否实际上获悉内幕信息、是否怀有利用该信息进行交易的意图及是否存在利用该信息进行交易的可能性,均须承担归入责任:

- (1)具备同条 a 款规定的法定内部人身份,^⑩ 即持股超过 10% 的股东(主要股东)、董事和高级管理人员;
- (2)买入而后卖出,或者卖出而后买入本公司的股权证券;
- (3)两次行为发生在六个月以内;^⑪

^⑨ 该款原文如下: Sec. 16. (b) For the purpose of preventing the unfair use of information which may have been obtained by such beneficial owner, director, or officer by reason of his relationship to the issuer, any profit realized by him from any purchase and sale, or any sale and purchase, of any equity security of such issuer (other than an exempted security) within any period of less than six months, unless such security was acquired in good faith in connection with a debt previously contracted, shall inure to and be recoverable by the issuer, irrespective of any intention on the part of such beneficial owner, director, or officer in entering into such transaction of holding the security purchased or of not repurchasing the security sold for a period exceeding six months. Suit to recover such profit may be instituted at law or in equity in any court of competent jurisdiction by the issuer, or by the owner of any security of the issuer in the name and in behalf of the issuer if the issuer shall fail or refuse to bring such suit within sixty days after request or shall fail diligently to prosecute the same thereafter; but no such suit shall be brought more than two years after the date such profit was realized. This subsection shall not be construed to cover any transaction where such beneficial owner was not such both at the time of the purchase and sale, or the sale and purchase, of the security involved, or any transaction or transactions which the Commission by Rules and regulations may exempt as not comprehended within the purpose of this subsection. 15 U.S.C. 78p (1988).

^⑩ 在本文中若无特别声明,均以“法定内部人”统称 16(b)下的三种短线交易主体。

^⑪ 所谓“六个月以内”不含正好六个月的情形,因此从某月某日起算,责任期间应到六个月后的同一日的前面第二日为止。如无论从 3 月 14 日的何时起算,责任期间到 9 月 12 日 24:00 时即告终止。须注意的是,对某一交易行为而言,它可与之前和之后的六个月期间内发生的反向交易匹配。

(4)从该交易中获得利润。^⑫

另一方面,被告若未满足上述全部条件,即便可以证明其利用了内幕信息或存在利用内幕信息的可能性,也无须依该款负责。在行文间,立法者表明了采纳严格责任的立场。^⑬在整个40年代,美国法院严格、“机械”地将客观标准适用于所有类似的证券买卖行为,认为只有摒弃对规范目的的个案考察,才能保证该目的的实现。由此,一个将优先股转换为普通股的行为,虽然不是通常意义上的以现金“买入”股票的行为,但既然在行使转换权之前不拥有该普通股而在之后拥有了该普通股,就应该视作一次“买入”行为。^⑭

在四五十年代,由于证券交易多体现为“现金—股票”交易的形式,“买入”和“卖出”的涵义相对确定,客观标准的严格适用有其现实背景。在此之后,随着新的交易方式的不断涌现,法院开始觉得将该款机械地适用于这些

^⑫ 这里的利润仅指所考察的一对反向交易在理论上可以产生的价差利润,而内部人在现实中是否获得利润及获得多大利润,则非所问。如在 *Adler v. Klawans* (267 F. 2d 840, 847~48, 2d Cir. 1959) 案中,被告实际上亏损 40 万美元,却须承担 30 万美元的短线“利润”,这被认为是客观标准的“机械性”的表现之一。本文认为,这种差异产生的原因在于所考察的一对反向交易未必具有现实经济联系,例如,购买的是一批股票,出售的却又是另一批同样的股票,序列的盈亏与现实中的盈亏就难免出现不一致。

^⑬ 这不仅表现在归责要件的客观性上,还表现在衡平法上的抗辩如禁止反言 (estoppel)、弃权 (waiver) 等都不能在此援用。参见如下美国法院案例: *Texas Int'l Airlines v. National Airlines*, 714 F. 2d 533, 537 (5th Cir. 1983) (衡平法上抗辩将会“挫伤该法规的救济目的”), cert. denied, 465 U.S. 1052 (1984); *Magida v. Continental Can Co.*, 231 F. 2d 843, 846 (2d Cir.) (“该法规的用语和目的排除了禁止反言的援用”), cert. denied, 351 U.S. 972 (1956). Marleen A. O'Connor, *Toward A More Efficient Deterrence Of Insider Trading: The Repeal Of Section 16(b)*, *Fordham Law Review*, Vol. 58, December 1989, p322, n54. 同时,为彻底地剥夺内部人所有可能获得的短线利润, *Smolowe v. Delendo Corp.*, 136 F. 2d 231, 235 (2d Cir.), cert. denied, 320 U.S. 751 (1943) 确立了“最低价买入、最高价卖出”的利润计算方法。

^⑭ *Park & Tilford Inc. v. Schulte*, 160 F. 2d 984 (2d Cir.), cert. denied, 332 U.S. 761 (1947).

“国会无法预见到会成为 16(b)调整对象”的交易是“毫无意义的苛刻”。^⑮终于,在 Kern Country Land Co. v. Occidental Petroleum Corp.^⑯一案中,法官针对该款下“卖出”行为的解释提出了“实证标准”。该案主要案情如下:由于协议收购 Kern 公司未能成功,Occidental 公司(被上诉人)于 1967 年 5 月 8 日提出以 85 美元一股的价格(含佣金)收购前者股份的要约,至 5 月 10 日已购得超过前者股份总数 10% 的股票(50 万股)。该公司于 5 月 11 日进一步发出对另外 50 万股的收购要约,至 6 月 8 日已总共持有近 89 万股。作为一种反收购措施,Kern 公司管理层于 5 月 19 日宣布计划并入 Tenneco 公司,由后者成立一家“新 Kern 公司”接受 Kern 公司全部资产,原 Kern 公司股东可凭其所持 Kern 公司普通股按 1:1 的比例换取 Tenneco 公司优先股(估价为 105 美元一股)。为了不陷入一家自己不感兴趣的公司的少数股东地位,Occidental 公司与 Tenneco 公司进行了协商,由于后者也不想增加一个潜在的反对股东,于是在 1967 年 6 月 2 日前者与后者的一家子公司签订了一份股票选择权合同,由前者授予该子公司以每股 105 美元的价格买入前者可能获得的全部 Tenneco 公司优先股的选择权,该权利的行使不得早于 1967 年 12 月 9 日,签约当时由前者向该子公司收取每股 10 美元的权金,若届时股票选择权实际行使,该权金将充作价款。Occidental 公司因而在此后对合并计划的股东表决中未表示反对意见。最终,Kern 公司于 8 月 30 日被并入新 Kern 公司,股票选择权合同也于 12 月 11 日履行,在全部过程中 Occidental 公司获利近 2000 万美元。上诉人主张,8 月 30 日的换股行为^⑰和 6 月 2 日签订股票选择权合同的行为都是 16(b)下的“卖出”,由于其均在 5 月 11 日的买入行为发生后六个月内,被上诉人应返还所

^⑮ Blau v. Lamb, 363 F.2d 507, 519, 521(2d Cir. 1966), cert. denied, 385 U.S. 1002 (1967).

^⑯ 411 U.S. 582, 93 S.Ct. 1736, 36 L.Ed.2d 503.

^⑰ 该案判决显示,8 月 30 日合并生效,Kern 公司股东获得“不可撤销的换股权利”时,“卖出”行为(如果成立的话)即已发生。本文认为,将交易发生时定于 8 月 30 日的原因还在于换股比率是按合并生效日(而不是实际交换日)两种股票的市价而确定的,从而符合后文将要提出的交易价格应与市价相关联的原则,见第三章六之(二)。

获得的利润。法院在判决理由中首先指出,为解决现实中不同于传统的“现金—股票”交易的“非传统交易”是否属于 16(b)调整范围的问题,法院应追问该种交易是否可以被用作达成国会制定该款所欲防止的罪恶(即利用内幕信息获取短线利润)的一种工具,也即是否具有滥用内幕信息进行投机的可能性(下称“滥用可能性”)。在肯定 5 月 11 日的买入行为之前被上诉人已具备主要股东身份之后,法院基于以下两条主要的事实理由否定了换股行为构成 16(b)下的“卖出”的主张:(1)由于被上诉人进行的是敌意收购,即便在其通过要约获得了超过 10% 的股份,具备了内部人的身份后,也无从事先获悉关于 Kern 公司合并计划的内幕信息,即便被上诉人可以预见该合并及换股的发生,也不可能是来源于凭借其主要股东地位获得的内幕信息,因而也不存在滥用可能性;(2)当 Kern 公司管理层宣布其合并计划后,被上诉人已无力控制事态的发展,即便在股东表决中投反对票,也无法阻止其通过,因而被上诉人依照 Kern 公司与 Tenneco 公司的合并协议转换股票是别无选择的、非自愿的行为。继而,对于上诉人的第二个主张,即股票选择权合同的签订属于“卖出”行为,法院列举了以下主要的反对理由:(1)现有判例一般不认为股票选择权合同的签订是“买入”或“卖出”行为,而将该合同的履行视作“买入”或“卖出”,在本案中该种履行行为显然在买入行为发生后的六个月之外;(2)股票选择权合同下的基本证券是 Tenneco 公司的优先股,与买入的 Kern 公司普通股由不同发行人发行,不属于同类证券;^⑬(3)由于是否买入优先股取决于拥有选择权的 Tenneco 公司的子公司,股票选择权合同最终是否能够得到履行对被上诉人来说是不确定的,这种不确定性使其行为不可能成为 16(b)下的“卖出”行为。对这一判决,Douglas 法官及另外两名法官表示了反对意见。他们认为,国会制定 16(b)的本旨就是要设立一条客观标准,使所有在六个月内进行反向交易的内部人都被终局地推定为具有滥用可能性,采用“实证标准”将使法院不得不对每一交易进行专门分析,从经济现实和内部人使用的手法中判断是否存在这种可能性,从而使该款丧失了易于适用、界限分明的优点,挫伤了该款的威慑效

^⑬ 关于同类证券的讨论,见第三章六之(二)。

力;他们还认为,可能性检验应该用于扩张解释“买入”和“卖出”行为,从而将具有该种可能性的交易纳入 16(b)的规范范围,而不是将明显属于该范围的交易排除在外。

从该案的各种细节来看,采用“实证标准”确能获致一个公平的结果,使无辜者免于承担归入责任。然而,从法解释学的角度来看,这里仍然存在不少问题。首先,法院设立“传统交易”这样一条界限,属于该界限以内的交易行为,适用客观标准;界限以外的交易行为,则适用实证标准。但是,从整体上看,非传统交易的滥用可能性未必比传统交易或高或低,那么,设定这一界限的依据何在?其次,当法院运用实证标准、否定换股行为构成“卖出”时,其所依据的主要理由——“没有获悉内幕信息的可能性”是针对“买入”行为发生之前的状态而言的,这与后来发生的一个行为是否构成“卖出”有什么关系?当我们分别对可能构成短线交易的前后两个行为进行解释时,是否应当采取不同的标准?再次,法院的另一理由——“行为的非自愿性”与前一理由之间是什么关系?何者才是决定性的?或者,是否两者都是否定滥用可能性存在的必要条件?最后,在法院对股票选择权合同的分析中,为什么“买入”或“卖出”行为只能发生在股票选择权合同履行之时?由于权金占了优先股总售价的近10%,加上 Tenneco 公司剔除可能给自己制造麻烦的股东的意愿,股票选择权合同的履行是否成为不可避免的事件、从而使“卖出”行为实际上在该合同签订时就已发生?本文将在以下章节中对这些问题进行较为系统的探讨。作为讨论的第一步,有必要根据 16(b)的法制沿革和体系地位确定其客观规范目的的真实含义。

第二章 16(b)客观规范目的的探寻

一、历史解释

法律解释方法中有所谓“历史解释”,又称“法意解释”,指探求立法者于制定法律时所作价值判断及其所欲实践的目的,以推知立法者之意思,而为解释的方法。^①该方法以立法史及立法过程的资料为主要依据,推断立法者处于今日所应有的意思,即客观的规范意旨,而非立法当时的“历史意思”,究其实质,不过是目的解释的一种手段。欲明确短线交易制度的客观规范目的,了解其立法背景,探究其立法趣旨,实为至关重要的一环。

如前文所述,对短线交易的法律规范,是美国证券立法的创举。美国1929年爆发的证券市场危机充分暴露了内幕交易、操纵市场等不法行为给国民经济带来的危害,令国会倍感加强对证券市场监管的重要性和迫切性。痛定思痛,1933年《证券法》和1934年《证券交易法》遂应运而生。惟其受害之深,故责之亦切。1934年证交法特为内幕交易专设规范,^②经过对最初草案的实质性修改,^③最后形成了今天的16(b)条款,采用严格的客观归

^① 杨仁寿:《法学方法论》,中国政法大学出版社1999年版,第123页。

^② 此乃通说。另有学者认为短线交易制度的规范对象是内部人操纵公司事务以创造交易赢利机会(Thel教授)或通过交易影响市场价格(Okamoto教授)的行为。Merritt B. Fox, Insider Trading Deterrence Versus Managerial Incentives: A Unified Theory of Section 16(b), *Michigan Law Review*, Vol. 92, June 1994, p2140, n87. 本文采取通说的立场,并以内幕交易的可非难性作为讨论的前提。关于内幕交易的利弊分析,见 H. McVea, *Financial Conglomerates and the Chinese Wall (Regulating Conflicts of Interest)*, Clarendon Press 1993, pp41~62; N. Arshadi, and T. H. Eysell, *The Law and Finance of Corporate Insider Trading: Theory and Evidence*, Kluwer Academic Publishers 1993, pp129~141.

^③ 最初提交参众两院审议的草案条文为:(b)任何[法定内部人]的下列行为均为非法:(1)怀着在六个月内卖出同类证券的意图或期待而买进任何上述已注册证券;无论该主体在进入该交易时是否怀有在超过六个月的一段期限内持有所买进证券的意图或期待,其在不足六个月内对该种已注册证券进行任何交易所获得的全部利润均应归发行人所有并得由其请求返还。S. 2693, 73d Cong., 2d Sess. 15(b) (1934). From Merritt B. Fox, *supra*, p2147, n104.

责标准,成为后世短线交易立法的典范。其时参议院银行与货币委员会在聆讯 Albert H. Wiggin 一案^②时阐明了该款的基本立法背景:

本小组委员会在聆讯中发现的最不道德行为包括了公司董事和高级管理人员公然违背其诚信义务,利用其受托地位及凭借该地位而获得的机密信息而从事交易活动。与此类滥用地位行为密切相关的是主要股东肆无忌惮地利用内幕信息的行为。他们虽然不是董事或高级管理人员,却行使着控制公司命运的权力,从而足以获得其他人不能获得的信息并从中获利。^③

关于采用客观标准的立法宗旨,1934年《证券交易法》三位主要起草人之一 Thomas G. Corcoran 先生在向参议院说明时曾有如下一段日后被广泛引用的经典阐释:

[第16条b款第1部分]旨在防止董事凭借内幕信息、通过对本公司证券短期投机而从价格涨跌中获利……由于证明董事怀有在之后6个月内卖出证券的意图或期待显然是不可能的,故无论其是否有该意图或期待,均应使其负责;由于无法举证该董事买进证券当时旨在利用短期价格波动,故须采用该条粗略的经验法则。

参议员 Gore 先生询问:阁下由事实而推断意图?

Corcoran 先生答道:正是。^④

正如联邦最高法院所指出的,国会之所以制定该款,是鉴于“抑制内幕交易罪恶惟一有效的方法是(设立)一条简单的规则,剥夺从极有可能滥用

^② Wiggin 系某公司董事长,他与其兄弟在获悉公司不派股息的信息后售出本公司股票,并于该信息公开后趁股价下跌之机买入同种股票,获取短线利润 900 万美元。S. Rep. No. 792, 73d Cong., 2d Sess. 9(1934). 16(b)因此而被美国州际和外国商务委员会(CIFC)称为“anti-Wiggin”条款。

^③ Senate Banking and Currency Committee, Stock Exchange Practices, S. Rep. No. 1455, 73d Cong., 2d Sess. 55 (1934). From Marleen A. O'Connor, supra, p320.

^④ Stock Exchange Regulation: Hearing on H. R. 7852 and H. R. 8720 Before the House Comm. On Interstate and Foreign Commerce, 73d Cong., 2d Sess. (1934) (statement of Thomas G. Corcoran, Counsel, Reconstruction Fin. Corp.). From Merritt B. Fox, supra, p2147, n104. 此处仅涉及董事交易,可能是因为该种交易在现实中更具典型性,但所述立法理由,应同样适用于另两类法定内部人的行为。

(内幕信息)的一类交易中所获取的利润。”^⑤国会选择该种虽较武断、但易于执行的规则减少了举证上的困难,从而最大限度地消灭了投机滥用行为,对保证最优的事先预防效果确有必要。^⑥通说认为,该款的目的,不在于事后惩罚或补偿,而在于事先吓阻(in terrorem)与预防(prophylactic),从而产生威慑(deterrent)法定内部人的效果。^⑦ 16(b)是否能够有效地达到这一效果?不少人基于成本—收益分析对此予以否定。反对理由主要集中于16(b)规范内幕交易的不精确性所带来的两种类型的错误成本:规范存在很大的局限性,真正进行内幕交易的内部人可以通过设计交易时间轻易逃

⑤ Reliance Electric Co. v. Emerson Electric Co., 404 U.S. 418 (1972).

⑥ Bershad v. McDonough, 428 F.2d 693,696, cert. denied 400 U.S. 992 (1971).

⑦ 美国学者基本上均采此说,我国台湾及大陆学者亦从之。R. W. Jennings, and H. Marsh, Jr., *Securities Regulation (cases and materials)*, The Foundation Press, Inc. 1982, p1315; L. D. Soderquist, and T. A. Gabaldon, *Securities Regulation*, The Foundation Press, Inc. 1999, p504; W. L. Cary, and M. A. Eisenberg, *Corporations (cases and materials)*, The Foundation Press, Inc. 1980, pp845~848; 余雪明著:《证券管理》,台湾编译馆 1973 年版,第 491 页;陈春山:《证券交易法论》,五南图书出版公司 1994 年版,第 320 页;吴光明:《证券交易法论》,三民书局 1999 年版,第 265~278 页;赖英照著:《证券交易法逐条释义》(第三册),1986 年自版,第 436~437 页;杨志华:《证券法律制度研究》,中国政法大学出版社 1995 年版,第 305 页;贺绍奇,《“内幕交易”的法律透视(理论研究 with 案例分析)》,人民法院出版社 2000 年版,第 227 页。

脱;^②而粗心大意者却往往误坠网中^③,无异于“焚仓灭鼠”^④。证券业界因此分别于1941年和1964年向国会发起了两次请愿活动,请求废止该款。国会均予驳斥,并在1941年答复:“一条法规涵括了某种罪恶的最不道德和最常见的形式,却仅仅因为未能规范该种罪恶所有可能的形式就应被废止,这真是一种荒谬的论点。”^⑤学者认为,法定内部人虽可设计交易时间,使一对反向交易之间间隔为六个月以上而避免责任,但其所持有的证券投资组合的总体风险值也将因此而增大,因而该种设计对一个理性的内部人来说未必具有吸引力。^⑥本文认为,上述基于对16(b)收益和成本的经济学分析而提出的废止意见固然有其合理性,但这种分析不可避免地受限于该种收益与成本的不可量化比较性。客观标准是建立在一定的经验认识之上的:法定内部人最有可能利用其地位获悉内幕信息;内幕信息从形成到公布一般不会超过六个月,从而在该段期间进行一对反向交易很可能是利用内幕信息进行的短期投机。基于这种经验认识,就可以终局性地推定特定主体(法定内部人)进行的特定交易行为(六个月内的反向交易)具有相当的滥用可能性,从而予以归责。这种经验法则的收益至少包括下面几点:举证、法

② 该款规范内幕交易的局限性,主要体现在两个方面:(1)时间限制;(2)证券限制。后者是指该款仅对内部人买卖本公司证券追究责任,若内部人获悉本公司控股的子公司的内幕信息而买卖该子公司的股票,则不受该款制约。Susan A. Wetzel, *New Rule 16B-3 The SEC's Attempt to Aid Insiders by Revising Rule 16B-3 is Much Ado About Nothing*, *Ohio Northern University Law Review*, Vol. 24, 1998, p133. 这种法规调整范围过窄所产生的错误成本,又称为第一类错误成本。

③ 对于这种不精确性,学者有这样的比喻:10b-5规则如瞄准具体不法行为的精密武器,16b却如同一支击中无辜者与击中违法者同样容易的弹簧枪。L. D. Soderquist, and T. A. Gabaldon, *supra*, p504. 这种法规调整范围过宽所产生的错误成本,又称为第二类错误成本。

④ Proposed Amendments to the Securities Act of 1933 and to the Securities Exchange Act of 1934: Hearings on H. R. 4344, H. R. 5065, H. R. 5832 Before House Comm. on Interstate & Foreign Commerce, 77th Cong., 1st Sess. 1249 (1941). From Marleen A. O'Connor, *supra*, p324.

⑤ *Id.*, at 1255.

⑥ Merritt B. Fox, *supra*, Part II.

庭调查的简化带来的诉讼成本的降低;严格责任导致内幕交易行为减少所带来的社会效益;增强投资者信心对资本市场的积极影响。这些收益与 16(b)带来的成本相比孰大孰小呢?相信任何人都无法作出一个简单的回答。只要现实中的内幕交易仍然达到相当的严重程度,16(b)就应该有其存在的价值;另一方面,我们应当看到,反对者对 16(b)带来的第二类错误成本的批判,取得了较大程度的认同。针对某些使这种成本明显增大的情况,例如,机械地适用客观标准将会挫伤公司管理层参与员工持股计划的积极性,法院可以通过解释技术在既有法律框架内缓和法规的严格性,实证标准就是一个典型的例证。

二、体系解释

学者指出,在 1968 年之前,16(b)作为惟一规范内幕交易的联邦法律,其意义不容置疑;自 1968 年法院通过判例明确确认 10b-5 条款作为规范内幕交易的一般性规则后,^③直到 1984 年,由于当时 10b-5 条款多用于默示的民事诉权,旨在事后补偿,两者作为并行的“双重规范”体制,殊途而同归,均有存在的价值;然而,自国会 1984 年制定《内幕交易制裁法》(ITSA)、1988 年制定《内幕交易与证券欺诈强制执行法》(ITSFEA)作为 10b-5 规范系统的新成员之后,该系统的重心已由民事救济转向刑事制裁、^④由事后补偿转向事前威慑,学者认为,这种威慑的作用明显强于 16(b),^⑤而且不会发生后者适用中的诸多误差,从而得出结论认为:16(b)的历史使命已经结束,应予废止。^⑥16(b)真的因为反内幕交易的新武器的出现而变得过时了

^③ 25 SEC v. Texas Gulf Sulphur, 401 F.2d 833, 848 (2d Cir. 1968).

^④ 民事责任与刑事责任构成要件的界限开始模糊,两者的区别仅体现为后者的成立须以当事人主观上的故意而不只是重大过失为条件。Marleen A. O'connor, supra, p339.

^⑤ 例如,ITSA 授权证监会(SEC)根据 10b-5 规则和 14e-3 规则(对要约收购中的内幕交易的禁止)诉请不超过内部人所获利润或所避免损失三倍的民事罚款;ITSFEA 则规定了控制人责任和明示民事诉权,设置了对提供侦破信息者的奖金,并将 34 年法下对自然人的 10 万美元和对机构的 50 万美元的罚金分别提高到了 100 万和 250 万,将最高刑期从 5 年提高到了 10 年。

^⑥ Marleen A. O'connor, supra, p380.

吗?要回答这个问题,有必要了解 10b-5 规则与 16(b)相比较而呈现出来的两个特点:(1)主体构成复杂。10b-5 最初仅要求与所交易证券的发行人存在诚信关系的人负担“披露或不交易”的义务,^{③⑦}之后有条件地将责任主体扩及于“受泄露人”(tippee),^{③⑧}再以后,10b-5 的适用范围通过 SEC 制定的 14e-3 规则^{③⑨}和“占用”(misappropriation)理论^{④⑩}得到了进一步的扩展。但是,16(b)下的主要股东只要不是控股股东,从而对公司不负有诚信义务,并且也不能依“受泄露人”责任、14e-3 规则或“占用”理论负责,则不能成为 10b-5 下内幕交易的主体;(2)举证责任较重。在确定被告属于上述主体范围之后,10b-5 下的原告(公司或股东)至少须举证:被告利用了重要且未公开的信息进行交易;^{④⑪}被告主观上知情(scienter);^{④⑫}原告受有损害;被告交

^{③⑦} Chiarella v. United State, 445 U.S. 222 (1980).

^{③⑧} Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983). 该案认为“受泄露人”责任的成立须满足两个条件:1. 内部人泄露内幕信息是基于违反其诚信义务的不正当目的,即直接或间接地从泄露中获利;2. 受泄露人知道或应当知道该泄露行为是不正当且违背内部人的诚信义务的。

^{③⑨} 该规则规定要约收购中的内幕交易无须上述诚信义务的存在即可成立。

^{④⑩} 该理论将责任主体扩及于不是对某公司、而是对该公司以外的人(如雇主)负有诚信义务而滥用公司内幕信息的人。SEC v. Materia, 745 F.2d 197, 203 (2d Cir. 1984), cert. denied, 471 U.S. 1053 (1985)(金融机构打字员占用关于即将进行的要约收购的信息); United States v. Newman, 664 F.2d 12, 15-16 (2d Cir. 1981), cert. denied, 464 U.S. 863 (1983)(雇员违反对雇主的诚信义务而占用雇主所掌握的信息并据以交易可能承担刑事责任); Carpenter v. United States, 108 S. Ct. 316 (1987)(专栏撰稿人泄露机密信息而承担刑事责任); Moss v. Morgan Stanley Inc., 719 F.2d 5, 13 (2d Cir. 1983), cert. denied, 465 U.S. 1025 (1984)(依据占用理论不得提起民事诉讼)。From Marleen A. O'connor, supra, p333, n132.

^{④⑪} 联邦最高法院界定信息“重要性”(materiality)的标准是“一个合理的投资者很可能会认为披露被掩盖信息将在实质上改变其可获得的信息的‘综合体’”。TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449 (1976). From Marleen A. O'connor, supra, p352, n250.

^{④⑫} Aaron v. SEC, 446 U.S. 680, 691 (1980); Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 212~14 (1976). 下级法院曾判决重大过失也构成知情: IIT v. Cornfeld, 619 F.2d 909, 923 (2d Cir. 1980).

易行为与原告所受损害之间存在因果关系。ITSFEA 所创设的“控制人”^{④③}责任制度被认为在促进公司建立防止内幕交易的内部机制方面比 16(b) 更为有效,但 SEC 因“控制人”未采取恰当措施防止内幕交易发生而追究其责任仍须证明该“控制人”在受其控制的人从事内幕交易或泄露行为时知情或因重大过失而不知情。^{④④}不仅是 10b-5 系统,其他的反内幕交易规定也存在着同样的问题。^{④⑤}法律上设置越复杂的责任成立要件和抗辩事由,就越会给予不法者以免责的机会和侥幸的心理。相比之下,16(b)下的原告承担的举证责任要轻得多,后文还将述及,即使在适用实证标准时,有关的举证责任也主要是由被告——法定内部人来承担的。因此,16(b)的威慑力来源于结构简单的严格责任,仅以 10b-5 规范系统规定了更重的责任就认为 16(b)作为一种威慑手段已被取代,其推理是不充分的。1973 年,美国法律协会

④③ (controlling person)“不仅包括雇主,还可能包括任何有权对董事或其他管理层成员所采取的政策或行为施加影响或控制的人”。House Committee on Energy and Commerce, H.R. Rep. No. 910, 100th Cong., 2d Sess. 17, reprinted in 1988 U. S. Code Cong. & Admin. News 6043, 6044, from Marleen A. O'Connor, supra, p337, n162. 该概念的具体涵义,参见 1934 年证交法 20(a)。

④④ 在内幕交易发生的同时在市场上进行相反交易的人也可起诉控制人,但控制人可以善意且未直接或间接引致内幕交易行为发生作为抗辩事由。有些法院认为这种抗辩实际上是证明控制人无重大过失,如 G. A. Thompson Inc. v. Partridge, 636 F.2d 945, 960 (5th Cir. 1981); Carpenter v. Harris Upham & Co., 594 F.2d 388, 394 (4th Cir.), cert. denied, 444 U.S. 868 (1979); 另一些法院则认为只要控制人没有进行“可非难的参与”即成立该项抗辩,如 Orloff v. Allman, 819 F.2d 904, 906 (9th Cir. 1987); Kersh v. General Assemblies of God, 804 F.2d 546, 549 (9th Cir. 1986). Marleen A. O'Connor, supra, p338.

④⑤ 除联邦法律的 10b-5 和 16(b)两个系统外,另一个规范内幕交易的系统是各州蓝天法和普通法反欺诈原则,它以内部人对公司的诚信义务为中心,同样具有复杂的举证和抗辩构成。除此之外,内幕交易规范还散见于 1935 年公用事业持股公司法第 17 条、1938 年破产法第 4 条 5 章 249 和 1938 年民用航空法 1377(b)和(c)。

(ALI)的一份研究报告在提出多条废止 16(b)的理由的同时,^{④⑥}得出结论认为,由于具有一种“标志性的意义”,该款应予保留。所谓“标志性的意义”,应当是指该款对于潜在短线交易者的警示意义,如高悬之剑,随时准备落下,足以威慑不法者,从而维系投资者信心,保障证券市场的公平性。

三、现实的发展与政策的演变

国会制定 16(b)的规范意旨已如上述,然而,要确定该款的客观规范目的,还必须考察这种规范意旨是否应当根据现实的发展作出适当调整。美国经济的相关发展主要体现在三个方面:一是金融工具推陈出新,衍生证券日益风行;二是公司并购和重组作为一种资产优化的工具和公司管理的外部监督形式,得到了越来越广泛的运用;三是复杂多样的员工持股计划的兴起。这三方面的新动向无疑都贯穿着某种司法者断案时必须加以考虑的政策:金融工具的开发有益于推动资本市场的发展、保持社会生产资金渠道的畅通;公司并购和重组可以营造规模效应、鞭策管理层提高经济效率;特别是,七八十年代美国经济低迷、生产率下降的主要原因之一被认为是公司管理层缺乏最大化股东财富的动力、决策质量偏低,^{④⑦}而员工持股计划正是一种有针对性的增强管理层激励、降低代理成本、优化公司治理机制的方案,^{④⑧}在今天美国公司高层管理人员的经济生活中发挥着非常重要的作用。^{④⑨}法院在依 16(b)判断对法定内部人是否成立归入责任时,显然应当将这些政策与威慑潜在内幕交易者的规范目的相权衡而得出结论,一味强调

^{④⑥} 该协会列举的废止 16(b)的主要理由如下:(1)最为主要者为,由 10b-5 规则发展的法理已经使那种自动夺取特定内部人的特定短期利润的模式落后于时代;(2)16(b)不必要的武断性,以至陷入堂吉珂德似的狂想;(3)该款实际上成为不注意者的陷阱;(4)SEC 未充分行使其豁免权力。Marleen A. O'Connor, *supra*, p328.

^{④⑦} Merritt B. Fox, *supra*, p2097.

^{④⑧} 代理成本(agent cost)一般指由于委托人与代理人之间的信息不对称,为促使代理人采取适当行为以最大限度地实现委托人利益而产生的信息成本和监督成本。公司所有人(股东)与公司管理层之间的关系是信息经济学上的委托—代理问题的一种典型形式。有关知识请一般性参见易宪容:《交易行为与合约选择》,经济科学出版社 1998 年版,第 137 页以下。

^{④⑨} Merritt B. Fox, *supra*, pp2102~2103.

该款的严格适用性是教条和片面的做法。另一方面,即便不考虑新政策的影响,由于上述情况下多采用不同于现金—股票的交易形式,16(b)下的经验推定对这些形式是否同样成立,也值得疑问。基于这两方面的原因,SEC陆续制定了规则,对这些交易予以豁免。^{⑤①} 特别是其中的 16b-3 规则将员工持股计划作为发行人(公司)与其内部人之间交易的一种类型予以豁免,积极响应管理层补偿形式证券化的政策,值得称道。该规则的第一次重大修正发生在 1991 年 2 月,^{⑤②} 这一阶段 SEC 的立场仍是以抑制内幕交易为主。随后,为了提高内部人参加持股计划的积极性,SEC 于 1994 年出台了针对性的建议规则,旨在便利员工持股计划的实施、扩大豁免范围。^{⑤③} 一年后,在新的建议规则中,^{⑤④} SEC 进一步明确了两个方面的问题:一是对于以发行人股权证券的价值为基础的补偿性现金结算凭证,^{⑤⑤} 规则给予其与非现金结算凭证同等的豁免待遇;二是对发行人与其董事及高级管理人员之间的交易的豁免条件得到了简化和完善。最后,在 1996 年,上述 1994 年和 1995 年的建议规则被吸收成为现行的 16b-3 规则。从此,为适应员工持股计划多样性和灵活性的要求,SEC 的政策重心已发生了转移,倾向于使法定内部人遵守规则更为容易和缩小 16(b)的适用范围,而这也代表了国会在这方面的政策取向。^{⑤⑥} SEC 规则同样也对衍生证券交易和公司并购重组

⑤① SEC rule 16b-3 一般性地豁免了“发行人与其董事或高级管理人员之间的交易”,包括员工持股计划所涉及的衍生证券交易在内;16b-6 是对普通的衍生证券交易的豁免;16b-7 则对公司的“兼并、重分类和合并”中涉及的特定交易予以豁免。

⑤② Release No. 34-28869 (February 8, 1991) [56 FR 7242].

⑤③ Release No. 34-34514 (August 10, 1994) [59 FR 42449].

⑤④ Release No. 34-36356 (October 11, 1995) [60 FR 53832], amended by Release No. 34-36356A (October 29, 1995) [60 FR 54823].

⑤⑤ 本文认为,所谓“补偿性现金结算凭证”,是指公司向员工发放的、到期时(或到期前行使时)员工藉以从公司获得现金形式补偿的衍生证券,如后文将要述及的只能获得现金的股票增值权。补偿员工的形式除现金外,还可以是公司的股权证券。

⑤⑥ Susan A. Wetzel, *supra*, p135.

交易构建了一个简化的一般性豁免体系,但是这一部分却受到了较多的非议。^⑤其原因或许在于,这两种类型的交易虽然未必能够提供使 16(b)的经验推定得以成立的环境,但同时也可能成为法定内部人掩盖其内幕交易实质的工具,因此不宜由立法机构作出整齐划一的论断,而应委诸法院的个案衡量。自 1972 年以来,联邦最高法院依据 16(b)作出了四个重要判决,无一例外都是公司并购交易的案例,除其中之一的主旨为肯定公司股东提起衍生诉讼的权利外,^⑥其余均体现了法院对 16(b)适用范围的限制。^⑦学者认为,法院在判决中表现的这种倾向可以总结为:当 16(b)的文义明确将某种情形排除在外时,法院将运用客观标准得出不适用 16(b)的结论;当其文义将某种情形包括在内时,法院则运用实证标准检查是否具有滥用可能性,以证明对其适用 16(b)将不符合该法规的客观规范目的。^⑧这种现象在一定程度上要归因于(至少对交易的一方来说)公司并购交易往往以股权的转移而不是赢取价差利润为目标,如果对其作出与普通证券交易一样的处理,将使第二类错误成本显著增加。

四、小结

本文认为,16(b)所确立的客观标准在内幕交易屡禁不止、不易举证的现状下仍有存在的价值,通过对滥用可能性的终局性推定,在相当程度上排除了法院对该种可能性是否实际存在的个案衡量权,从而最大限度地起到了威慑的效果,使法规的整体效益得到实现;与此同时,随着现实的发展,出现了许多立法之初不可能纳入考虑范围的新的情况,如果把客观标准无例外地适用于这些情况,由此导致的第二类错误成本的激增、对个案公平的毁

^⑤ Karl Shumpei Okamoto, *Oversimplification And The SEC's Treatment Of Derivative Securities Trading By Corporate Insiders*, *Wisconsin Law Review*, September, 1993 / October, 1993, p1287.

^⑥ *Gollust v. Mendell*, 501 U.S. 115 (1991).

^⑦ 除 *Kern Country* 案外,还包括旨在明确主要股东身份认定的时间准则的 *Foremost-McKesson, Inc. v. Provident Securities Co.* 案(423 U.S. 232, 96 S.Ct. 508, 46 L. Ed. 2d 464)和前引 *Reliance Electric Co.* 案。

^⑧ Marleen A. O'connor, *supra*, p328.

损以及特定经济政策难以得到贯彻,将使法规的整体效益下降到不足以维持其自身正当性的程度,从而,法院有必要通过解释将客观标准的适用限制在一定范围内。Jehring 有言,法律与自然法则之以“因果律”为基础截然不同,应受“目的律”支配,诚属至理。上述范围的划分界限,以及实证标准所应遵循的具体准则,都应根据 16(b)的客观规范目的加以确定。

第三章 短线交易行为目的解释的基本理论问题

一、主体身份认定和行为解释中可能性检验的区别

可能性检验,即考察某一交易是否具有“滥用内幕信息进行投机的可能性”,是一种针对个案的衡量。由于只是一种“可能性”的检验,法官并不需要关注被告事实上是否滥用了内幕信息或是否怀有通过该信息获利的意图。在判断某人是否具备 16(b)下的法定内部人身份和某一行为是否构成 16(b)下的“买入”或“卖出”时,可能性检验在下列几个方面呈现出不同的特点:其一,适用的前提。法定内部人具有较为明确的当然文义,部分主体如具有董事名衔的人和实际持股超过法定比例的人可以当然地归属于法定内部人,可能性检验被完全排斥;然而如下文所述,“买入”和“卖出”则不具有明确的当然文义,需要法院划定一个是否运用可能性检验的界限。其二,法官的自由裁量权。判断某人是否具备法定内部人身份,应以 34 年证交法和 SEC 规则的定义为准。^⑥虽然这些定义隐含着对滥用可能性的判断,但法院须同时受到法定要件的约束,例如,被告是否执行着“类似董事的职务”或拥有“制定政策的职权”,^⑦均有其特定的含义,法官裁量权因而受到限制;而在适用实证标准的情况下,法官不受法定要件的约束,因此也拥有较大的自由裁量权。其三,可能性的内容。滥用可能性依其是否直接与交易行为相关联可分为获悉可能性和获利可能性两种。所谓获悉可能性,指基于法

^⑥ 与“主要股东”身份认定有关的“受益所有人”概念见美国 34 年证交法第 13 条 d 款及 SEC 规则 13d-3 和 16a-1(a)(1);“董事”定义见美国 34 年证交法第 3 条 a(7);“高级管理人员”的定义见 SEC 规则 16a-1(f)和 3b-2。

^⑦ 分别见上述美国 34 年证交法第 3 条 a(7)和 SEC 规则 16a-1(f)对“董事”和“高级管理人员”的定义。

定内部人地位而获悉内幕信息的可能性;所谓获利可能性,指利用内幕信息通过一对反向交易获取价差利润的可能性。前者的成立为后者成立的前提。在认定内部人身份时,仅对获悉可能性进行考察;在对交易行为进行解释时,则需要对两种可能性作出全面的评判。^⑫对后者而言,即便存在获悉可能性,若获利可能性不存在,可能性检验仍不能成立。其四,举证责任的分配。原告在主张被告具有法定内部人身份时,如果被告不能明确地归属于法律的当然文义,原告在证明被告符合法律上定义的同时,将间接地承担着对获悉可能性的举证责任。与这种举证上的正常次序相反,在实证标准下,对可能性的存在则应实行举证责任的倒置。基于以上的区别,本文对行为解释中可能性检验的探讨仅就获悉可能性的部分对主体解释具有有限的参考意义。

二、实证标准的适用前提

16(b)客观规范目的对立法者“历史意思”的调整,实际上不是对后者具体内容的变更,而是将其所确立的规范模式的适用限制在一定范围之内。无疑,对该范围界限的划定,也应以客观规范目的为据。逻辑上讲,这一界限应当体现不同规范对象总体上不同的滥用可能性。根据对滥用可能性的总体判断而进行分类并不违背16(b)的规定,因为将某一个案情形归属于一个类型并不要求法院对其滥用可能性作出具体衡量。^⑬本文认为,这一界限的划定,应满足两个要求:一、该界限的划分标准必须十分明确,使法院无须借助可能性检验就可以直接确定个案情形的归属;二、划归客观标准适用范围的情形必须在16(b)制定当时已经存在,从而可以确定无疑地归属于立法者所欲规范的范围。依照法解释学的理论,这一界限似乎应由法律用语的当然文义决定。然而,应当如何确定“买入”和“卖出”这两个用语的“当

^⑫ 身份认定中与行为解释中对获悉可能性进行检验的区别在于:前者以某人不能明确归属于法定内部人定义为前提,旨在判断其人在公司中的地位是否可能接触内幕信息;后者则往往发生在交易主体已明确地归属于法定内部人的情况下,旨在判断法律基于其身份所作的经验推定在个案中是否成立以及交易行为是否可能受内幕信息的影响。

^⑬ Jesse H. Choper, John C. Coffee, Jr. and C. Robert Morris, Jr., *supra*, p524.

然文义”呢?布莱克法律辞典认为,这两个概念是不同主体对同一过程的描述,可统一表述为:基于对价(金钱或与金钱等价的有价物)通过自愿行为和协议将财产从一人转移到另一人的行为。^④如果将这一宽泛的定义确定为法规的当然文义,实证标准(及可能性检验)将在事实上丧失其存在的意义。即便按照对“买卖”的通常理解,将当然文义限于一般等价物(货币)与其他商品交换的行为,这仍将包括部分明显不符合上面提出的两条要求的交易。例如,后文将要论述的支付金钱购买股票选择权的交易形式,是34年证交法制定之后发展起来的,要解决股票选择权的取得和行使中的哪一个行为构成“买入”或“卖出”的问题,必须依靠可能性检验,因此这种交易形式应纳入实证标准而不是客观标准的适用范围。对于“买入”和“卖出”的当然文义,不同的解释者可能会给出不同的答案,以此作为划分界限的标准,是不具有现实意义的。Kern Country案法官抛弃了笼统化的标准,将客观标准的适用对象特定化为“传统交易”、即“现金—股票”交易,^⑤由此,该案中的换股行为和股票选择权出售行为均被划入“非传统交易”之列。然而,由于非传统交易的内部情况具有不一致性,从总体上对传统交易和非传统交易的滥用可能性进行比较是无法得出一个明确的结论的。以股票选择权交易为例,在员工持股计划的背景下它总体上的滥用可能性低于传统交易,但在通常情况下它由于高报酬的特征将具有比传统交易更高的滥用可能性。那么,采用这样一条标准在逻辑上是否站得住脚呢?我们可以假设,在Kern Country案中,其他条件不变,惟一变化的是Kern公司与Tenneco公司合并后,后者不是用自己的优先股、而是用现金购入所有Kern公司股东所持的

^④ Black's Law Dictionary, West Publishing Co., 1979, p181, 1110, 1200, 1220. 美国1934年证交法更将“买入或以其他方式进行取得的任何合同”和“卖出或以其他方式进行处分的任何合同”包括在“买入”与“卖出”的定义之内,参见美国1934年证交法第3条a款第13、14项。

^⑤ 多数美国法院均认为非传统交易是指“非自愿”的交易。Donna Darm, Short-swing Profits In Failed Takeover Bids—The Role Of Section 16(b), *Washington Law Review*, Vol. 59, September, 1984, p900, n41. 这无疑将大大缩小实证标准的适用范围。本文认为,从Kern Country案判决的表述来看,非传统交易应指“现金—股票”交易之外的交易,这也是美国学者的通说。

普通股,该行为显然属于传统交易,对 Occidental 公司构成“卖出”,从而该公司须承担归入责任。为什么在被上诉人同样不具有获悉内幕信息的可能性、对换股行为同样不是出于自愿的情况下,具有相同实质(处分所持股票并获得对价)只是外在形式不同(现金换股票与股票换股票)的行为会导致截然不同的结果?同样,如果按照美国多数法院的观点,将“非传统交易”的含义界定为“非自愿”的交易,所有自愿的交易,无论是否具有滥用可能性,都将引致归入责任。实践中,为尽早归还进行要约收购所借款项,避免支付巨额利息,类似 Occidental 公司的收购者可能会在合并前出售所持股份,由于这一行为是自愿的,该收购者将根据客观标准承担归入责任。^⑥学者批评认为,这种情况下收购者的现金一股票交易行为应与换股行为受到同等待遇。^⑦针对这种从客体(行为)角度进行划分的标准在逻辑上的缺陷,学者建议,法律应给予所有敌意收购者以证明滥用可能性不存在而获免责的机会,即,以主体身份(敌意收购者)而不是交易形式(是否自愿)作为实证标准适用的前提。^⑧还有学者认为,以内部人的控制地位为划分标准可以更为准确地判断滥用可能性的存在并且更符合国会立法的原意。据此,董事、高级管理人员和居于控制地位的主要股东所进行的任何类型交易均应受客观标准调整,而其他主要股东可以举证不存在获悉或利用内幕信息的可能性而获免责。^⑨控制地位标准与获悉内幕信息的可能性关联更强,也更具逻辑上的力量,然而,该标准似乎存在如下几点缺陷:(1)内部人的控制地位与获悉内幕信息的可能性相关联,但这种可能性只是滥用可能性的一个部分,在获悉可能性成立时,仅从主体角度难以对是否存在利用该信息进行投机

⑥ 前引 Texas International Airlines v. National Airlines 案。但是,在 Pay Less Drug Stores v. Jewel Companies, Inc. (579 F. Supp. 1396, N.D. Cal. 1984)案中,收购者收购失败后,将前六个月内行使买入权取得的股票出售,法院认为,选择权的交易,即便是完全自愿的,也应归属于非传统交易,而且,最高法院在 Kern Country 案中也并未把非传统交易限定于非自愿交易。

⑦ Donna Darm, *supra*, p906.

⑧ *Id.* 第四章之一另详。

⑨ Jesse H. Choper, John C. Coffee, Jr. and C. Robert Morris, Jr., *supra*, p527.

的可能性作出判断;(2)主要股东是否居于控制地位并无整齐划一的标准,须根据个案具体事实加以裁量,由于控制地位的判断必然牵涉到对获悉可能性的检验,这将使客观标准对主要股东进行的经验推定成为具文;(3)对公司管理层来说,这一标准过于严苛,并使鼓励其参加员工持股计划的政策遭到全盘否定。比较而言,以传统交易作为划分界限则可避免上述问题。但是,既然 16(b)规定的交易标的为“股权证券”,这里只限于“股票”是否范围过窄呢?根据 SEC 的定义,^⑩ 股权证券主要包括类似股票的投资合同和衍生证券两种形式。很显然,基于与“现金—股票选择权”交易同样的理由,“现金—衍生证券”交易也不应纳入客观标准的适用范围。但从逻辑上说,“现金—投资合同”交易则似应受到与“现金—股票”交易同等的待遇。然而,应当看到:(1)所谓投资合同的范围是不确定的,某些证券是否属于投资合同尚不清楚,对此法院在个案中将不得不通过可能性检验作出判断;(2)、投资合同的形式复杂多样,而且从时间上看有相当部分出现于 16(b)创立之后,在交易市场、投资者类型和价格对内幕信息的敏感度等方面都可能与股票不一致,仅仅因为都属于“利润分享式”的凭证就简单地将两者等同是违背 16(b)的客观规范目的的。总的来看,将法院是否进行可能性检验的界限定位于传统交易,虽然在逻辑上的理由并不充分,但是,就司法实践而言,最有可能与 16(b)的经验认识不一致、因而也最需要进行可能性检验的交易,如公司并购和员工持股计划中的多数交易形式,都属于非传统交易,同时,16(b)制定之初所欲规范的最主要对象,也显然可以认为是现金—股票交易。美国法学家霍布斯曾说,法律的生命在于经验而非逻辑。采用传统交易作为划分客观标准与实证标准的界限,不是运用逻辑的结果,而是法官根据经验最经济地保存 16(b)的适用价值、并使实践中出现的最主要

^⑩ 根据 1934 年证券交易法第 3 条 a 款第 11 项的授权,SEC 制定了规则 3a11-1,对第 16 条下的“股权证券”一词进行了界定。SEC 的定义相当宽泛,一方面,“股权证券”包括了股票和其他具有类似的利润分享性质的投资合同形式,如有限合伙、合营企业和商业信托的利益凭证、商事组织设立前的出资凭证、投票信托凭证、利润分享凭证等;另一方面,以上述证券为基本证券的衍生证券,如可转换证券、认股权、股票选择权等,也都被纳入其中。

的不公平现象得到纠正的一种必然选择。

三、实证标准的功能限制

根据法院的意见,实证标准下的可能性检验是 16(b) 是否得以适用的先决判断,该标准“是一条免责、而非归责的规则”,^①也即是说,对于“非传统交易”而言,若其不能满足可能性检验,法院应通过解释(“买入”或“卖出”不成立)使法定内部人免责;但是,即便满足该项检验,若未同时具备 16(b) 下的客观四要件,法院仍不得归责。因此,实证标准下实际上为归入责任的成立新增了一个要件—滥用可能性的存在。可能性检验并未取代客体行为的要件,一对反向交易的客观存在是进行可能性检验的隐含前提。这种局面的形成有其历史原因。如上文所述,实证标准产生于最高法院对公司并购交易的判例。鉴于该种类型的交易往往以股权的转移而不是赢取价差利润为目的,法院对其采用实证标准的意旨在于避免殃及无辜、减少 16(b) 引起的第二类错误成本;实证标准不能减少第一类错误成本,法院无意将那些具有滥用可能性、但没有全部满足 16(b) 下客观要件的情形纳入规范范围。但是,需要注意的是,实证标准的这种功能限制并不表明可能性检验不成立的概率大于成立的概率。法院采用实证标准是基于对特定类型交易的总体滥用可能性的一种简约判断,而可能性检验则是一种中性的个案衡量。法院在进行检验之时应根据具体事实作出客观的判断,而不应带有主观倾向性。实证标准的这种功能限制产生于公司并购交易,但也推及于未必具有同样的总体滥用可能性的其他非传统交易,如股票选择权交易。这也许可以解释为,16(b) 下的第二类错误成本对个案的公平正义造成的损害更大,因此是法院需要特别采取措施加以减免的。

四、举证责任的分配

如前文所述,16(b) 的主要价值在于,通过最大限度地减轻原告的举证

^① Gwozdinsky v. Zell/Chilmark Fund, L.P. and Revco D.S., Inc., united states court of appeals for the second circuit, (Argued: June 12, 1998 Decided: September 1, 1998) Docket No. 97~9406. at <http://www.tourolaw.edu/2ndCircuit/September98/97~94061.html>, May 2, 2001. See also Marleen A. O'connor, supra, p328.

责任,对法定内部人起到威慑的效果。可能性检验中举证责任的分配,也应结合这一政策加以考虑。首先,某项交易是否属于非传统交易,即非“现金—股票”的交易,应由法院依职权作出判断,无须当事人双方举证。如果法院确定该交易属于非传统交易,应适用实证标准,那么,根据“谁主张,谁举证”的原则,是否应当由主张某项交易构成“买入”或“卖出”的原告首先举证滥用可能性的存在呢?本章第一部分提到,当原告主张被告具备法定内部人身份时,如果被告不能明确地归属于内部人的当然文义,原告将间接地承担对获悉可能性的举证责任。但是,应该看到,这种情况下的可能性检验是间接的、局部的,并受到法定要件的约束,因此举证责任一般不致过度加重原告的负担。比较而言,在对交易行为进行解释时,由于可能性检验要求直接对包括获悉可能性在内的滥用可能性的全部内容加以确定,如果让原告(特别是对法定内部人活动不甚了解的中小股东)承担这样全面和沉重的责任,则显得利益失衡。同时,既然法院适用实证标准的动因在于减少第二类错误成本,为平衡诉讼双方利益起见,应由被告自证其无辜,以防止不法者投机取巧、利用原告无法举证的机会逃脱罪责。因此,本文认为,在此应实行举证责任的倒置:^⑦被告须首先证明不存在滥用可能性,若被告无法举证,则其交易行为应当当然构成“买入”或“卖出”;而原告仅在被告成功举证、己方提出反证时承担相应的举证责任。被告在此承担的责任是较重的,但是,如果把这里的可能性理解为“实际可能性”而不是立法上的“推定可能性”,那么被告是拥有借个案特殊事由自证免责的合理机会的。例如,Kern Country案中,被告就提出“敌意收购”的事由,推翻了立法对“主要股东具有获悉内幕信息的可能性”的经验推定。从举证责任上我们也可以明白为什么在这里要进行“可能性”而不是“事实”的检验。由于在通常情况下难以找到被告是否事实上获悉或利用了内幕信息的证据,凭借上述“敌意收购”

^⑦ Donna Darm, *supra*, p906, n67. 有学者甚至提出用一个由被告可以举证推翻的推定组成的系统来代替现有的 16(b)模式。Munter, Section 16(b) of the Securities Exchange Act of 1934: An Alternative to “Burning Down the Barn in Order to Kill the Rats,” 52 CORNELL L. Q. 69 (1966).

的理由,被告仍然无法证明自己事实上没有获悉内幕信息,而只能由此依常理推断其不存在获悉的可能性。因此,采取“实际可能性”的检验标准,更有利于无辜者摆脱罪责,实现个案正义。

五、可能性检验的对象

短线交易是发生在六个月内的一对反向交易,然而在对相互匹配的两个交易行为进行可能性检验时,应以何者为对象?也许有人会说,答案当然是需要进行解释的那一个非传统交易行为,而如果匹配的两个行为都是非传统交易行为,则两者都应进行可能性检验。然而,在 Kern Country 案中,法院似乎并不如此认为。我们可以看到,法院关于“在敌意收购情形下,不存在滥用内幕信息进行投机的可能性”的推理,都是针对第一个行为(在先行行为)进行的,也就是说,是否存在获悉内幕信息的可能性,是对在先行行为进行前状态的判断。那么,这种判断与第二个行为(在后行为)是否构成法律上的“卖出”有什么关系呢?尽管法院否定滥用可能性存在的第二个理由是在后行为的“非自愿性”,但是必须看到,如果没有对在先行行为作出获悉可能性的分析,而仅以“非自愿性”为由,是不能得出可能性检验不成立的结论的。^⑦ 因此,如果要严格遵循可能性检验与交易行为的一一对应关系的话,由此得出的结论应该是在先行行为不构成“买入”,而不是在后行为不构成“卖出”。然而,该案中的在先行行为属于传统交易,并无可能性检验适用的余地。那么,应当如何理解这种逻辑上的矛盾呢?本文认为,可能性检验的对象应当是整个序列,而不是其中任何一个单独的行为。所谓序列是指发生在六个月内的一对反向交易,两个交易行为之间不必具有现实的经济联系,例如,买卖的标的只要属于“同一证券”即可,^⑧ 而不必是特定的同一批证券。序列主要表现为两种基本类型:利多的内幕信息将引起买入股权证券的行为,并在消息公布后抛出,从而形成“买入—卖出”序列;利空的内幕信息将引起卖出股权证券的行为,并在消息公布后补进,从而形成“卖出一买

^⑦ 关于非自愿性的讨论,见本章六之(三)和第四章二之(二)。

^⑧ 在此,“同一证券”不是指特定物意义上的相同,而是指种类物意义上的相同。从而,“同一证券”是外在形式和内在属性完全相同的证券的总体。

人”序列。无论是哪一种类型的序列,为达到从价格波动中获利的目的,前后两个行为都承担着不同的功能:在先行为直接受内幕信息驱动,预期未来市场的动向而作出相应投资;在后行为不直接受内幕信息驱动,与在先行为相配合。但是,在后行为的交易方向仍通过在先行为间接地由内幕信息的类型所决定;而价差利润必须通过两个行为共同得到实现。序列的整体性决定了,在对在先行为或是在后行为进行解释时,可能性检验的标准更多体现的是共性。因此,只要其中任一行为构成非传统交易,可能性检验的适用前提即已具备,而一旦开始检验,其对象就不应仅限于被解释的行为,还应包括与其匹配的行为(即便该行为属于传统交易),而成为对内部人投机赢利的完整过程的考察。同时,对在先行为和在后行为的检验标准有时又会出现具体的差别,某一特定行为作为在先行为满足可能性检验,并不意味着它作为在后行为也同样可以满足可能性检验。

六、可能性检验的逻辑过程

按照可能性检验的一般逻辑顺序,可以从下面三个方面对检验过程中应遵循的准则加以说明。

(一)对序列与内幕信息关系的三点判断

无论是对在先行为还是对在后行为进行的可能性检验,第一步都是判断在先行为前是否存在获悉可能性。内幕信息必须符合证券法上“重要性”的条件。^⑦内幕信息是否必须是基于法定内部人地位而可能获得的?从16(b)的客观规范目的来看,答案应当是肯定的。因此,如果某内幕信息不可能依靠内部人自身的地位而获得,而只可能通过其他途径(如中介服务机构)获悉,则获悉可能性不能成立。下一步则是对序列类型与内幕信息的种类之间的对应关系的考察。对一个理性的法定内部人来说,如果可以确定他可能获悉的是利多的内幕信息,例如,公司的钻探工程显示很可能发现一

^⑦ 目标公司在与收购公司谈判中告知后者“非重要信息”,法院判定该种内幕信息不会带来投机滥用的机会。Heublein, Inc. v. General Cinema Corp., 559 F. Supp. 692, 704 (S.D.N.Y. 1983), aff'd, 722 F.2d 29 (2d Cir. 1983), cert. denied, 465 U.S. 1066 (1984).

个具有商业价值的丰富矿藏,该信息将引起对市价上升的预期,那么只有一个“买入—卖出”序列才可能满足检验;同样,当内幕信息为利空信息时,例如,公司本年度将不发放股息,该信息将引起对市价下跌的预期,则只有一个“卖出一买入”序列才可能满足检验。^⑦但是,信息未公布之初,究竟属于利多还是利空信息未必有明确的标准,在这种情况下,应以该信息公布后对市价实际造成的影响为准确定交易序列究竟是否可能由其所驱动。另外,为了达到利用该信息公布前后市价差异的目的,一个序列中的在先行行为应发生在内幕信息产生之后公布之前(如果可以确定内幕信息的产生时间的话),在后行为应发生在该信息公布之后。如前文所述,对于这三点,内部人应承担反对的举证责任。例如,Kern Country 案中 Occidental 公司虽然具有主要股东身份,但通过举证敌意收购的存在而推翻了法律对获悉可能性的推定。当然,内部人只要对三点中任何一点成功举证,即可获得免责。但是,由于这里是一种可能性的检验,如果上述三点均获满足,则内部人不能通过举证交易另有原因、即便没有获悉内幕信息也会如此行为而获得免责。

(二)所获利润向序列和内幕信息的归结

如果上述三点判断都成立,即建立起了序列与内幕信息之间的关联,下一步就是确定内部人所获利润与序列及内幕信息之间的“可能”的因果关系。如前文所述,这里的“所获利润”,不是事实上的获利,而是理论上的获利,即序列中标的证券的处分收益高于取得成本的数额。这一差额是否存在,是客观标准下第四个要件是否成立的问题。这里的问题在于,如果这一差额确实存在,它是否可能通过被考察的序列得到实现?它又是否可能是利用内幕信息的结果?短线交易实际上是利用标的证券的市值变动而获利的过程,而内幕信息的作用在于对这一变动过程作出无风险的预期。这意味着,第一,要使内部人所获利润有可能来自于一个序列中的两次交易并仅通过这两次交易就得到了真正的实现,“买入”所付出的成本与“卖出”所获得的收益必须相对于标的证券市价具有确定性,不随该市价的起伏而变化;

^⑦ 同理,对于既非利多也非利空、但将引起对市价剧烈波动的预期的内幕信息,只有取得双向股票选择权的行为才可能受其驱动,见第五章之四。

第二,要使内部人从序列中获取的利润是利用内幕信息的可能结果,该利润必须体现为该信息公布前后标的证券的市值差异,因此,在先行为与在后行为中标的证券的交易价格应分别由行为当时该证券的市价所决定。对非传统交易而言,实践中经常出现的问题是取得或处分标的证券的对价是另一种证券(对价证券),或者在先行为与在后行为的标的证券不是同一证券,那么这时上面的第一点要求是否能够得到满足?本文认为,在证券互换的交易中,如果标的证券与对价证券是同类证券,^⑦由于两者市价上存在相关关系,第一点要求是不能得到满足的。在处分标的证券而取得同类的对价证券的情况下,内部人仍然没有脱离标的证券市价波动的风险,也没有真正获得标的证券当时市值所代表的收益,因此不构成“卖出”;在以对价证券为代价取得同类的标的证券的情况下,内部人付出的成本(对价证券的市值)与标的证券市值呈同步变化,并未获得确定,因此也不构成“买入”。相反,如果标的证券与对价证券不是同类证券,如类似 Kern Country 案中 Kern 公司普通股与 Tenneco 公司优先股的互换行为,由于该对价证券的市值与标的证券市值并无相关关系,交易的收益和成本都可获得相对的明确化,就与标的证券有关的内幕信息带来的价差利润而言,应认为已获实现。至于内部人仍须承受优先股的市场风险,该利润可能被优先股上的亏损所抵消,则是内部人是否事实上获利的问题,与理论上获利的可能性是否存在尚无关系。由于分别取得和处分两种非同类证券显然与立法不符,因此实践中同一序列中两次交易的标的证券的关系问题集中体现为两者可否为同类证券的问题。这一问题一般产生于这样的背景:在取得一种证券和处分该证券的同类证券的行为之间,发生了一次两种证券互换的交易。根据前面的

^⑦ 在本文中,“同类证券”是指市场价格相互关联、但表现形式不同的两种证券。两者市价上的关联性,归因于内在价值之间的相关关系。这既可能是因为两者代表着同一发行人的所有者权益,例如,同一家公司发行的普通股与优先股,也可能是因为两者虽由不同发行人发行、但在价值上存在着决定与被决定的主从关系,例如,基本证券(股票)及以其价值为基础的股票选择权。这意味着,如果可以确定两者内在价值的比率,例如,转换比率,两者市价的比率也应与此相等。两种同类证券可能因为各自市价的不规则波动导致市价比率偏离固定的内在价值比率,从而转变为非同类的证券。

分析,中间的互换交易既不构成“买入”,也不构成“卖出”,从而可能性检验的对象就只剩下取得与处分行为构成的序列。从经济实质上看,这三个行为与一个取得并处分同一标的证券的序列是类似的,因此如果这里因为标的证券不是同一证券而得出检验不成立的结论的话,内部人将轻易地通过一次作为媒介的证券互换行为而规避 16(b) 的规定。在后文对股票选择权交易的分析中,我们将结合具体案例对这一问题加以集中讨论。在这里,我们可以认为,在类似这种实际上由三次交易构成的序列中,分别取得和处分两种同类证券的行为是可以满足可能性检验的。关于交易价格与交易当时标的证券的市价的关联性问题,本文认为,无论作为一个序列中的在先行为还是在后行为,无论它是取得还是处分证券的行为,交易价格都必须等同于标的证券在交易当时的市价或者由该市价所决定。如果标的证券是两种同类证券,交易价格也应等于其各自的市价或由其各自的市价所决定。可能会有反对者认为,以高于当时市价的价格处分证券或以低于当时市价的价格取得证券不是可以获得更多的利润吗? 本文认为,16(b) 所欲规范的对象,主要是法定内部人利用内幕信息在公开交易市场上进行的投机活动。以更优惠的价格进行的个别性的交易,不会对公众投资者的利益和信心造成广泛的消极影响;即便它确实利用了内幕信息,也不属于 16(b) 所欲防止的“最为恶劣和普遍”的一种内幕交易形式。在实践中,这种优惠价格往往形成于获悉内幕信息之前作出的预先安排,显然,这一安排不应被纳入可能受内幕信息所驱动而设计出的交易序列,它给内部人带来利润只是一种偶然的巧合。后文的论述将会显示,美国法院对股票选择权行使的误解,在很大程度上就是源于没有认识到法律应对这种偶然性予以宽容。

(三)“自愿性”的考察

关于交易的“自愿性”究竟是实证标准的适用前提还是考察内容,美国司法界和学术界存在分歧。为统一客观标准与实证标准的适用界限、在更大程度上维护个案正义,本文认同学者意见,将其作为可能性检验的构件之一。然而,无论采用何种见解,都须明确“自愿性”的含义。一般而言,“自愿性”是指法定内部人对交易的自主决定权。但是,在此语境下,“自愿性”具体针对证券交易中哪一些要素而言,则值得探究。如上文所述,短线交易主

要在公开交易市场上进行。在一个集中竞价交易市场中,内部人根本不具有选择交易对方的权利,但这并不会影响到他利用内幕信息获利。在这样一个市场中,证券交易的价格也不存在是否能由一方“自主决定”的问题,因为它是随行就市、由电脑进行竞价操作自动产生的,因此只要这种价格不是预先确定或受交易对方单方面控制的,就不会影响可能性检验的成立。同样,所交易的证券数量只与获得利润的多少有关,即便内部人交易的证券数量受到限制,仍不能排除获利可能性的存在。因此,短线交易中的“自愿性”并非针对交易对方、交易价格和证券数量而言。我们知道,短线交易是从内幕信息公布前后的价差中获利,而一个内部人要想达到这一目的就必须对投资时间拥有完全的自主决定权。因此,与一般的“自愿性”不同,这里的“自愿性”是指内部人对何时进行交易的自主决定权。^⑧那么,“自愿性”是否是可能性检验成立的必要条件呢?本文认为,对于在先行为来说,由于获悉内幕信息的时间的不可预知性,该行为必须是随时可以作出的投资决策,因此答案应该是肯定的;但对在后行为来说,由于内幕信息的公布时间是可以预知的,该行为的交易方向可以事先获得确定,内部人可以提前作出安排、承担进行该项交易的义务,或者,当预见到内幕信息公布后正好将发生一项非自愿的反向交易时,进行在先交易,从而获取价差利润。在这些情况下,在后行为的非自愿性并不能影响可能性检验得到满足,因此,对在后行为而言,“自愿性”不是可能性检验成立的必要条件。

第四章 公司并购与重组中非传统交易的目的解释

一、非传统交易的内涵与外延

公司并购与重组背景下“非传统交易”的含义一直是学术界争论的焦点所在,而法院的相关判决也存在一定缺陷。Kern Country 案后多数美国法院均认为首先应要求内部人(被告)证明自己行为的“非自愿性”:若不能证明,即须当然归责;若可以证明,则将其行为归属于非传统交易,并进一步询

^⑧ Donna Darm, *supra*, p1067, n71. 当然,这一结论是以内部人可以自主决定是否进行交易为前提的。

问被告是否可能获悉内幕信息。^⑦但法院又指出,对于“现金一股票”交易及类似交易,上述分析不能适用,即仍应适用客观标准。^⑧如前文所述,无论是以非“现金一股票”交易还是以“非自愿”交易甚或两者共同作为“非传统交易”的内涵,都难免会使滥用可能性并无不同的交易分别受客观标准和实证标准调整,导致不公平的歧视待遇。因此,一些法院认为,要约收购中发生的交易都应构成非传统交易。^⑨但是,完全排除客观标准的适用,也不利于防止内部人利用并购重组交易作为获取短线利润的一种工具。鉴于第二类错误成本主要发生在对抗气氛下的并购和重组交易中,学者主张,应抛弃从行为角度进行的分类,而将敌意收购中的交易,无论其是否为“现金一股票”或“自愿”的交易,一体纳入实证标准的适用范围。^⑩所谓敌意收购,是一个事实问题,须结合周围环境和具体事实作出判断。^⑪对于不属于敌意收购的情形,仍应以非“现金一股票”交易作为确定非传统交易的标准。以下列举美国公司并购与重组实践中出现的主要交易类型加以分析:

(一)C类重组(“C” type reorganization)

所谓“C类重组”,指重组公司以自身资产换取收购公司股票的重组方式。^⑫如果重组公司仍旧存续并在交易前具备收购公司的主要股东身份的话,这一资产换股票的交易将被界定为“非传统交易”并(如果满足可能性检

^⑦ Donna Darm, *supra*, p901.

^⑧ *Provident Securities Co. v. Foremost-Mckesson, Inc.*, 506 F.2d 601 (9th Cir. 1974).

^⑨ *Pier 1 Imports of Georgia v. Wilson*, 529 F. Supp. 239, 242-43 (N.D. Tex. 1981); *Makofsky v. Ultra Dynamics Corp.*, 383 F. Supp. 631, 637 (S.D.N.Y. 1974).

^⑩ Donna Darm, *supra*, p906.

^⑪ 例如,收购者在表格 13D 中所作的意向声明。表格 13D 是所有持股超过 5% 的股东进行申报所使用的表格,见 17 C.F.R. § 240.13d-101 (1974)。Id., n66.

^⑫ 在本文中,公司并购中实施兼并或收购的一方统称为“收购公司”,被兼并或收购的一方称为“目标公司”。当把公司并购视为“目标公司”重组的一种方式时,“目标公司”又称为“重组公司”。

验的话)构成重组公司的“买入”行为。^⑤但是,实践中,重组公司往往出售全部资产,将换取的收购公司股票分配给本公司股东后随即解散(通常伴随着股东交还本公司股票),因此,更具实际意义的是对该分配行为(即下述B类重组)的分析。

(二)B类重组(“B”type reorganization)

所谓“B类重组”,指股票换股票的重组方式,如收购公司用本公司股票换取重组公司股东所持的股票。多数法院判定该分配行为属于“非传统交易”,并构成重组公司的主要股东的“买入”行为。^⑥在Kern Country案中,Kern公司实际上也是通过C类重组被兼并的,它将全部资产出售给Tenneco公司,并换取后者的优先股。作为前者的主要股东,Occidental公司用Kern公司普通股换取Tenneco公司优先股的行为属于“非传统交易”,也应适用实证标准。原告并未主张换股行为构成对Tenneco公司优先股的“买入”行为从而可与之之后通过股票选择权合同“卖出”该优先股的行为相匹配,其原因之一在于即便依照认定主要股东身份的“买入后即刻”标准,被告也可能因持股比例未达法定要求而不具有Tenneco公司主要股东的身份,而且,作为在先行为,“自愿性”是一个必要条件,而根据法院的推理,该换股行为是非自愿的,自然也难以构成“买入”。

(三)现金购股兼并(Cash-Out Mergers)

收购公司用现金收购目标公司的全部股份,这一行为是否属于“非传统交易”?在非“现金一股票”或“非自愿”交易的标准下,答案都将是否定的,从而,将同时成立收购公司的“买入”行为和目标公司股东的“卖出”行为。

^⑤ 根据“非自愿”的标准,联邦上诉法院第九巡回法庭1974年在前引Provident Securities Co. v. Foremost-Mckesson, Inc.一案中认为资产换取可转换债券的行为不属于“非传统交易”,联邦最高法院之后在上诉审中根据其他理由维持该判决,但对这一观点未予置评。

^⑥ Marquette Cement Manufacturing Co. v. Andreas, 239 F. Supp. 962 (S. D. N. Y. 1965); Stella v. Graham-Paige Motors Corp., 232 F. 2d 299 (2d Cir. 1956), cert. denied 352 U. S. 831; Blau v. Hodgkinson, 100 F. Supp. 361 (S. D. N. Y. 1951); Booth v. Varian Associates, 334 F. 2d 1 (1st Cir. 1964), cert. denied 379 U. S. 961; Fistel v. Christman, 135 F. Supp. 830 (S. D. N. Y. 1955).

但是,就所具有的滥用可能性而言,这种交易形式与公司并购中的其他交易形式并无本质区别。同样,前文提到的失败的收购者为减少利息支出,在合并前出售目标公司股票的行为,也将被迫退还所获利润,有违鼓励公司并购重组的政策。如果采用“敌意收购”的标准,则在敌意收购的背景下这些交易都将纳入非传统交易,从而给予收购者(内部人)以自证免责的机会。

(四)资本结构调整(Recapitalizations)

狭义上,资本结构调整指公司并购中目标公司的管理层采取的防御措施,即借入大笔款项并以股息形式发放给股东,增加资产负债率,降低本公司的吸引力。广义上,则指任何对资本结构进行调整的行为,比如,股票的重分类。通过修改公司章程将普通股重分类为普通股和优先股,被判定为不构成公司股东对新股票的“买入”。^⑦该案判决具有更普遍的意义,由于绝大多数资本结构调整都跟股票的重分类一样,给予全体股东同等待遇并经股东批准,其结果仅导致股东对同一企业的投资以另一形式表现出来,因而一般不被认为是“买入”或“卖出”。

二、可能性检验的反对分析

在确定内部人的交易属于非传统交易之后,下一步就是对滥用可能性的存在与否进行检验。如上文所述,法院采用实证标准的主要意旨,在于避免公司并购和重组案件中发生的第二类错误成本,因此,这里可以从可能性检验的反对分析的角度,着重考察使该检验不成立所须满足的要件。在Kern Country案中,法院判决的主要根据为敌意收购者不可能获悉目标公司内幕信息和换股行为的非自愿性两点。究竟何者为决定性因素?抑或两者均须满足方可否定滥用可能性的存在?此外还有没有其他的决定因素?

(一)获悉可能性的否定

联邦上诉法院第二巡回法庭将公司收购案例中可能性检验不成立须满足的要件归纳为:(1)收购公司与目标公司之间气氛即便不是敌意的,也应是充满怀疑的;(2)股票交易根据收购公司所无法控制或影响的合并计划进

^⑦ Roberts v. Eaton, 212 F.2d 82 (2d Cir. 1954), cert. denied 348 U.S. 827.

行,因而是非自愿的;(3)(收购公司)不具有获悉内幕信息的可能性。^⑧其中第一条实际上是为第三条服务的,均旨在否定在先行为之前获悉可能性的存在。如上文所述,不存在获悉可能性是可能性检验不成立的充分而非必要条件。内部人即便具有获悉内幕信息的可能性,也未必表明其交易行为是由该信息所驱动的,例如,在先行为可能是内部人不能控制的非自愿行为,从而不具获利可能性。但是,一旦证明内部人不具有获悉可能性,就会导致整个可能性检验不能成立,从而交易行为也不构成“买入”或“卖出”。ARC公司的两名董事在该公司被另一家公司兼并时按兼并协议以其普通股换取了后一公司的优先股,两人都于六个月内卖出所获得的优先股,换股行为是否构成对优先股的“买入”?法院判决,董事之一 Scurlock 只是一个“名义上的董事”,被排斥于兼并谈判之外,“就像 Kern Country 案中的 Occidental 公司一样实际上只是一个外部人”,不具获悉可能性,其换股行为不构成“买入”;相反,另一名董事 Sloan 掌控谈判的全过程,调查了收购公司的各种未公开的财务资料,具有利用内幕信息为自身谋利的可能性,其换股行为构成“买入”。^⑨获悉可能性的检验是否应考察兼并后(也就是在先行为后)发生的情况?该案多数法官的意见认为兼并后的情况除非揭示了内部人在兼并之前的认识,否则不应纳入获悉可能性的检验范围,但反对观点认为兼并后情况也应加以考虑,特别是用以确定内部人是否利用兼并后获得的信息作出何时处分优先股的决策。本文认为,这种见解显然有所误会。如果内部人利用兼并后信息作出处分股票的决策,那么该行为也只能是受利空信息驱动的在先行为,只能与后面的取得股票的行为相匹配,与内部人在进行换股行为时是否具有获悉可能性并无关系。关于获悉可能性的另一个问题是,它与“敌意气氛”有何必然联系?敌意收购中收购公司与目

^⑧ 80 Heublein, Inc. v. General Cinema Corp., 722 F.2d 29 (2d Cir. 1983).

^⑨ Gold v. Sloan, 486 F.2d 340 (4th Cir. 1973), cert. denied 419 U.S. 873. 该案还揭示了在公司收购前的谈判阶段,不具收购法定内部人身份的人也可能获悉内幕信息。针对这种情况,法院采用“买入后即刻”标准,认定两名董事在换股发生时具备主要股东身份,但这一标准已在前引 Foremost-McKesson, Inc. v. Provident Securities Co. 一案中被最高法院否决,上述情形也将不再属于 16(b)的适用范围。

标公司之间收购与防御的对抗,以及收购公司与其他收购公司之间的竞争,都可能涉及到多次对目标公司股票取得和处分,在收购公司具备主要股东身份的前提下,敌意收购是不是必然意味着收购公司不存在获悉可能性、从而不必承担归入责任?实际情况并非如此。作为目标公司的防御手段之一,一家被称为“白衣骑士”的公司会以高价购买收购公司所持有的目标公司股票,这可能构成收购公司的“卖出”行为。为避免承担16(b)下的归入责任,收购公司常与“白衣骑士”签订一份补偿协议,由后者补偿前者因该“卖出”行为与六个月内的购买行为相匹配而可能承担归入责任所遭受的损失。但是,当“白衣骑士”嗣后以目标公司股东或继承者身份起诉收购公司时,该补偿协议被判定为不可强制执行,从而收购公司须返还出售股票所获利润,尽管这一利润来自于当初“白衣骑士”自愿支付给它的高价部分。^⑩与此相似,如果是目标公司以高价购回其股票,尽管该高价带来的利润被视为目标公司对收购公司开展收购计划所付出成本的补偿,法院仍判决其中部分应作为短线利润返还。^⑪公司收购中的利益关系十分复杂,根据敌意收购可以一般性地推定不存在获悉可能性,但这种推定是可以被相反证据所推翻的,例如收购公司在目标公司的董事会中拥有席位,从而从目标公司与“白马骑士”一开始联系和谈判起就可能获悉有关的信息。同样,在多个收购者参与竞争的环境下,即便对一个善意的收购者而言,出于自身利益的考虑,目标公司也不太可能将自己与另一家收购者的协商情况透露给该善意收购者,如果之后目标公司接受了另一家收购者开出的更高的条件,那么该善意收购者将被迫出售或转换在前六个月内购入的目标公司股票。是否仅仅因为善意收购的环境就应断定获悉可能性的存在呢?显然,由于公司收购中情况的复杂性,敌意收购和善意收购都只能作为获悉可能性检验的一种参考,任何脱离具体分析而贸然得出的结论都是不可取的。

^⑩ Bunker Ramo-Eltra Corp. v. Fairchild Industries, Fed. Sec. L. Rep. (CCH), 93, 125 (D. Md., June 19, 1986).

^⑪ Hermann v. Steinberg, Fed. Sec. L. Rep. (CCH), 93, 136 (2d Cir. Feb. 1, 1987).

(二)“非自愿性”考察在检验中的地位

上文关于“自愿性”不构成在后行为可能性检验成立的必要条件的论断在公司并购案例中可以得到进一步的佐证。我们可以假设,Kern Country 案中没有出现敌意收购的情形,被上诉人具有获悉内幕信息(包括 Kern 公司与 Tenneco 公司合并计划的进展情况)的可能性,也可以预见股票转换及其可能带来的巨大利润,那么,法院还会作出同样的判决吗?股票转换是非自愿的,这意味着出于现实利益的驱动,Kern 公司股东持有多少普通股,就会转换多少。但是,其持股的数量是完全可以由自己决定的,只要可以预见公司合并和换股的发生(以及由此带来的巨额利润),就可以大量买入 Kern 公司股票赢取暴利,这同样属于滥用内幕信息进行投机的行为。由此可见,对于在后行为而言,“非自愿性”并不是使可能性检验不成立的充分条件,只有加上“不可预见性”的因素,才可以得出这一结论。正如 Kern Country 案判决中指出的,这种“不可预见”不必是事实上的不可预见,只需是根据内幕信息不可预见,由此从内幕信息之外的正常渠道预见该换股行为,并不会影响上述结论的得出。另外,就该案中换股行为是否使价差利润得到实现的问题,我们看到,买入价为 85 美元一股的 Kern 公司普通股在按 1:1 的比例换取 Tenneco 公司优先股时其市价实际已上升到 105 美元一股,这体现了合并计划的公布对 Kern 公司普通股市价造成的正面效应。如上文所述,标的证券(Kern 公司普通股)与对价证券(Tenneco 公司优先股)由不同发行人发行、不属于同类证券,通过换股内部人已脱离了 Kern 公司市值起伏的风险,从而依 16(b)的规范目的应认为已实现了内幕信息所可能带来的价差利润。

第五章 股票选择权交易的目的解释

依照法院在 Kern Country 案中划定的非“现金一股票”交易的界限,衍生证券交易显然属于“非传统交易”,应适用实证标准,这也是解析其特殊的交易结构的必然要求。可能性检验最主要的依据在于衍生证券与其基本证

券内在价值上的关联性,^②这决定了在判断滥用可能性是否存在时应采用经济同质性的分析方法。由于股票选择权是衍生证券的典型形式,通过对股票选择权交易的法解释学分析,可以得出对所有衍生证券交易具有标准意义的结论。下文将根据可能性检验的具体准则探讨法院在这一方面出现的认识误区并提出修正意见。在此基础上,我们再来讨论当增加了员工持股计划这一背景因素之后可能性检验会出现什么样的变化。

一、股票选择权交易与传统交易的经济同质性

股票选择权(stock option),是现货选择权的一种,^③指选择权买方在一定期限内以一定价格(下称行使价格)向选择权卖方买入或卖出股票的权利。本文所称的选择权合同,即指买卖这种股票选择权的合同。根据选择权买方获得的是买入还是卖出股票的权利,股票选择权可分为两种基本类型:买入权(call,又称看涨选择权)和卖出权(put,又称看跌选择权)。既然是一种权利,选择权买方在到期日前当然享有行使或不行使的自由;^④而选择权卖方一旦收到买方的“行使权利通知书”,即须承担履行选择权合同

^② 根据 SEC 规则 16a-1(c),除特定豁免情形外,“衍生证券”是指任何能以与一种股权证券有关的价格行使或转换的选择权、认股权、可转换证券、股票增值权或其他类似权利,或者是其价值以一种股权证券的价值为基础类似证券。上述豁免情形主要指证券上的抵押权、所有股东按比例取得证券的权利或处分证券的义务、对一篮子指数股票选择权或期货的利益、对员工持股计划的参与权益和执行价格尚未确定的行使权或转换权等。

^③ 现货选择权(option on physical commodity)是与期货选择权(option on futures contract)相对称的概念。后者简称期权,以期货合同为选择权的标的,均属于交易所型选择权(exchange-traded option),以公开叫价方式交易,进行统一结算,并可自由转让给第三人;前者则以现货商品为选择权的标的,既包括交易所型选择权,也包括不能自由转让的交易商型选择权(dealer option,又称店头市场型选择权 over-the-counter option),如贵金属选择权。股票选择权属于交易所型选择权,因此,其转让无须通知股票选择权卖方或征得其同意即可自由为之。截止 1989 年 3 月 1 日,在芝加哥选择权交易所上市交易的股票选择权多达 202 种。卢飞山:《期货知识问答》,教育科学出版社 1993 年版,第 159 页以下。

^④ 根据允许行使选择权的时间的不同,选择权可分为美国式选择权与欧洲式选择权两种。前者可在到期日前任何时间内(包括到期日当天)行使;后者则仅在到期日前某一指定时间方可行使。卢飞山,前引书,第 160 页。本文讨论以前者为限。

的义务。因此,选择权合同中买方与卖方的权利义务是不对等的。作为授予对方选择权同时自己承担义务的补偿,卖方向买方收取一笔权金(premium)。^⑥若选择权买方不行使选择权,该权金将不予退还;若买方行使选择权,该权金也不充作价款或返还买方。由此,选择权合同双方的风险报酬也是不对等的:选择权买方仅承担有限的市场风险,最高损失事先即可确定为权金(加佣金费用),而潜在利润则理论上可以是无限的(对买入权而言)或高达全部的行使价款减去权金和佣金费用(对卖出权而言);与此相对应,选择权卖方则可能承受无限或很高的亏损风险,同时潜在利润却以权金为限。^⑦这种特征使选择权交易比期货交易(当然也比传统股票交易)具有更大的投机性。^⑧显然,如果法定内部人根据利多内幕信息取得买入权,待信息公布后转让该买入权或行使该买入权所获得的股票,或者根据利空内幕信息取得卖出权,待信息公布后转让该卖出权或补进行使该卖出权所出售的股票,则可无风险地获得内幕信息公布前后股票市价的价差利润。若内部人获悉公司股票市价将剧烈波动、但变动方向未明的内幕信息,还可通过

^⑥ 权金的法律性质类似大陆法系民法中的解约定金,但存在更多的不同,最主要的一点就是选择权买方若行使选择权,权金并不充抵价款或返还买方。杨秀清:《期货交易法律制度研究》,法律出版社1998年版,第72页。

^⑦ 但是,对选择权买方而言,获利的概率并不高于亏损的概率,而且,选择权交易的佣金费用较高,只有当股价变动幅度超过弥补权金和佣金费用所需要的程度时,才可能赢利,这都是对该买方的不利之处。卢飞山,前引书,第206~207页。同时,对选择权卖方而言,即便被要求履行选择权合同,也并不意味着一定遭受损失,因为权金收入可能大于股票市价涨跌带来的损失。实践中,大多数选择权买方和卖方都通过一项冲销性交易(出售先前购买的选择权或购买先前出售的选择权)来获取利润或限制损失,实际履行选择权合同的情形相对较少出现,这也成为选择权卖方回避风险的一种重要手段。

^⑧ 文海兴:《期货交易法律关系研究》,法律出版社1995年版,第38页。

购买“双向选择权”而获利。^⑨同时,由于股票选择权的杠杆效应,^⑩内部人的投机活动可以获得较高的投入产出比。因此,相对传统交易而言,股票选择权交易同样具有进行短线投机的可能,而且在程度上更加深入、方式上更加灵活,更易受到掌握内幕信息的法定内部人的青睐。

二、美国法院主流观点“股票选择权行使说”评判

如上文所述,一个选择权合同中买卖双方的权利义务和风险报酬是不对等的,这预示着对两者行为的可能性检验可能产生不同的结果。一次交易中的选择权买方可能在另一次相匹配的交易中成为同一选择权的卖方,因此,我们只需要考察一次交易的一方就可以得出完整的结论。在这里,我们选取了选择权买方作为切入的角度。以买入权交易为例,我们先从取得股票选择权—行使股票选择权(购买股票)—出售股票这样一个完整的买入权交易模型开始。假设一个法定内部人在1月15日购买一个本公司股票的买入权,并于7月1日(合同规定的到期日前)行使该买入权、购入股票,并于12月1日出售所获股票。7月1日的行使行为是否构成“买入”或“卖出”?对此有三种观点:其一认为股票选择权的行使既不构成“买入”也不构成“卖出”;其二认为股票选择权的行使只构成股票的“买入”;其三认为股票选择权的行使同时构成股票的“买入”和买入权的“卖出”。^⑪哪一种观点更符合法律的客观规范目的?美国法院采用了第二种观点。一个内部人在行使买入权3年后才实际支付行使价款,在支付前后六个月内出售所获股票,

^⑨ 双向选择权(straddle)在此指以同一股票为基本证券、价格(权金)相同、到期月份相同的买入权和卖出权。两者可以有不同的行使价格。见常力,杨林:《英汉期货和股票选择权市场词典》,对外经济贸易大学出版社1995年,第444页。股票选择权买方同时取得这两个选择权,从而只要股票市值波动幅度超过权金和佣金费用,无论是上涨还是下跌,该买方都可通过行使一个选择权而放弃行使另一个选择权而获得利润,另见本章之四、六。

^⑩ 股票选择权的杠杆效应是指交易方以相对少的投资控制一定量的商品资金的能力。例如,购买1000股股票的选择权,在签约时只须支付权金和佣金费用,无须支付保证金,也不用实际交付现金或股票,因此对一定数量的股票来说,只需要相对少的资金就可以进行交易。

^⑪ Merritt B. Fox, *supra*, pp2162~2163.

“买入”发生在3年前的行使选择权时还是3年后的支付价金时?法院认为,由于在行使选择权后该内部人实际上已负有支付价金的义务,因此买入发生在行使选择权时。该案建立了这样一条对以后的法院判决具有重要影响的一般原则:“买入”成立于交易主体承受不可撤销的受领证券并给付价金的义务之时。^⑩因为在取得股票选择权时买方只是获得了购买股票的选择权,并未承担必须购买的义务,这一原则实际上排除了取得行为构成“买入”的可能性。事实上,法院的普遍观点表明,它在取得和行使股票选择权两者之间选择了后者作为“买入”行为与后面发生的卖出股票的行为相匹配。^⑪对这样一种观点,我们可以结合上面的买入权交易模型进行具体的考察。首先,对于行使行为能否作为在先行为与在后的出售股票的行为相匹配的问题,其核心在于,行使价格的事先确定性是否排除了受内幕信息所驱动的可能性?假设内部人在取得买入权之后行使之前获悉内幕信息,那么内部人在取得时作出股票市价上涨的预期就不可能是以内幕信息为依据的,内幕信息最多是证实了这一预期;而内部人是否行使买入权则完全取决于到期日前市价是否事实上出现了与该预期一致的变化,是否获悉内幕信息、获悉什么样的内幕信息对他作出这一决策并无实质性影响。假设内部人获悉内幕信息是在取得买入权之前,那么在取得该买入权、也就是获得以当时市价购买股票的权利之时,内部人已经根据内幕信息作出了相应的投资决策,即便到期日前股票市价出现了不利变化,也不会影响该内部人在内幕信息公布之前行使买入权的计划,只要这种不利变化不至于使根据内幕信息进行的交易无利可图;因此,可能受内幕信息驱动的,应该是取得行为,而不是行使行为,行使行为不能构成在先的“买入”。学者 Richard W. Jennings 与 Harold Marsh 的观点印证了这种看法。他们认为,内部人是通过获得以某一确定价格取得或处分股票的权利而不是承担(取得或处分股票的)

^⑩ Blau v. Ogsbury, 210 F.2d 426, 427 (2d Cir. 1954). 法院没有考虑“买入”发生在行使选择权之前的可能性。

^⑪ Steinberg v. Sharpe, 95 F. Supp. 32 (S.D.N.Y. 1950)(持有股票选择权两年后行使并于六个月内卖出,应承担归入责任)。

不可撤销的义务而获得短线利润的,如果作出与此相反的结论,将使内部人规避法律易如反掌。^⑩另一方面,行使行为能否作为在后行为与在先的反向交易(“买入”或“卖出”)相匹配呢?我们知道,与在先行为相配合从而实现赢利的目的,是以内幕信息的公布带来的市价变动为前提的。假设内幕信息的公布发生在取得买入权之后行使之前,那么内部人只有按公布后的市价进行交易才可能获得价差利润,而行使价格的预定性(反映的是信息公布之前取得买入权时股票的市价)恰恰排除了这种赢利的可能;假设内幕信息在取得买入权之前就已公布,由于在取得时内部人已经获得以信息公布后市价进行交易的权利,价差利润的实现在当时实际上即已完成,以后的行使行为只是取得行为的一个附带步骤,因此,该行使行为同样无法构成在后的“买入”或“卖出”。SEC规则也将行使或转换而结束一个衍生证券地位、以预定价格取得或处分基本证券的行为豁免于16(b)之外。^⑪这实际上也否定了在有些案件中原告对行使行为构成股票选择权的“卖出”,从而可以与先前的取得选择权相匹配的主张,即上文的第三种观点,这种主张没有获得法院的认同。如前文所述,在这里,行使行为的标的证券(买入权)与对价证券(股票)是同类证券,两者具有内在价值上的关联,内部人虽然处分了买入权,但仍未脱离股票价格起伏带来的风险,并没有真正实现价差利润。因此,对于股票选择权的行使,上文的第一种观点是正确的。^⑫

三、可转换证券交易判例的对比论证

对于究竟是股票选择权的取得还是行使构成“买入”或“卖出”的问题,

^⑩ 两位学者还举例加以说明:一个内部人获悉利多内幕信息后在5月1日以每股20元买入本公司股票,到了9月1日,股价已升至每股35元,他同时又得到内幕信息,得知股价不久后即将下跌,为避免直接卖出该股票可能引致的归入责任,他于是购买了一份在90天内以每股35元卖出该股票的卖出权,当股价在11月15日降至每股15元时,他行使卖出权以每股35元的价格卖出股票。学者由此发出感叹,规避16(b)何其容易!若以股票选择权行使而非取得之日为卖出之日,该款规定无异一滑稽闹剧。R. W. Jennings, and H. Marsh, *supra*, pp1350~1351.

^⑪ SEC rule 16b-6(b).

^⑫ 本文在此主要以买入权交易为例进行了探讨,但所持的理由同样可以适用于卖出权交易。

我们还可以对比可转换证券交易的相关判例加以论证。最初,联邦上诉法院第二巡回法庭判定,一个将优先股转换为普通股的行为构成 16(b) 下的“买入”(普通股),从而可以与之后六个月内发生的卖出普通股的行为匹配。^⑩ 最高法院以后作出的多个判决基于不同的特殊理由得出了相反的结论。^⑪ 最后,第二巡回法庭否定了自身提出的这种观点。法院认为,由于被告的初始投资在转换后仍存在减值风险,转换并未提供给被告“基于其买入可转换优先股时所作投机决策而实现利润的机会”,不构成(对股票选择权的)“卖出”,因而关键问题在于卖出转换所得的普通股是否在取得可转换优先股后六个月内。由于两者相距超过了六个月,法院判决被告不须负责。^⑫ 法院并未明确回答转换行为是否构成对普通股的“买入”,而只是否定其作为与前一取得可转换优先股的行为相匹配的“卖出”。但是,该判决也暗示,导致被告获利的原动力不是来自转换行为,而是来自“初始投资决策”,即取得可转换证券的行为;与后面的卖出普通股相匹配的行为,不是可转换证券的转换,而正是其取得,因而转换行为也不会构成对普通股的“买入”。因此,现行的可转换证券的判例实际上既否定了转换构成“卖出”,又否定其构

^⑩ 前引 Park & Tilford Inc. v. Schulte 案。另见 Heli-Coil Corp. v. Webster, 352 F.2d 156 (3d Cir. 1965) (转换行为同时构成可转换债券的卖出和普通股的买入,因而该卖出可与之前六个月内的买入债券行为匹配,但由于买卖没有利润产生,被告不须负责)。

^⑪ Petteys v. Butler, 367 F.2d 528 (8th Cir. 1966), cert. denied 385 U.S. 1006 (1967) (公司要求赎回优先股,被告若不转换将面临巨大经济损失,因此转换是非自愿的,不构成“买入”); Blau v. Max Factor & Co., 342 F.2d 304 (9th Cir. 1965), cert. denied 382 U.S. 892 (内部人将所持公司普通股转换为 A 类股票,并于六个月内向公众出售该 A 类股票,转换行为被判定为不构成“买入” A 类股票的行为。法院认为:“该交易并未中断内部人投资的连续性;既未增加或减少投资额,也未以任何方式改变(购买普通股后)多年以来所承担的风险;而且,由于持有 A 类股票并不比持有普通股具有更大的投机利益,该交易也未赋予内部人其本不拥有的投机获利的机会。”)。

^⑫ 前引 Blau v. Lamb 案。法院认为:“一般来说,内部人购买其发行人的股权证券并于六个月内予以转换,并不能提供从该可转换证券的短期交易中投机获利的便利,因为市场活动,包括套利交易,将确保可转换证券具有至少与其可转换成的证券的集合价格相等的市场价格……”

成“买入”。这种观点的主要依据在于,转换行为中的标的证券和对价证券具有经济同质性,属于同类证券。那么,两种同类证券能否分别作为在先行为与在后行为的标的证券呢?内部人出售可转换债券并于六个月内购入普通股,法院判定出售行为属于传统交易,适用客观标准,内部人应承担归入责任。^⑩姑且不论法院对传统交易的界定是否正确,学者认为,由于该案中可转换债券的市价仅由出售当时的市场利息率所决定,与股价及转换率无关,可转换债券与普通股不再具有经济同质性;^⑪地区法院曾判决内部人购买可转换债券和出售普通股的行为可以匹配,但该案中两种证券的市价之比等于转换率,故应与本案相区别。^⑫本文赞同这种观点。如前文所述,对可转换证券及其基本证券而言,“同类证券”的概念本身就包括了两者市价之比应等于转换率的含义。如果市价比与转换率相偏离,则两种证券不应视为同类证券,对其分别进行取得和处分的行为也不能相互匹配。基于以上的分析,我们可以看出“股票选择权行使说”的谬误所在,同时,也对衍生证券交易与其基本证券交易相匹配的可能性有了更强的信心。

四、“股票选择权取得说”的建立

在第二节所述的基本模型中,如果12月1日的卖出行为发生在6月1日,根据SEC规则,衍生证券与其基本证券应视为同类证券,^⑬在这里,也

^⑩ Gund v. First Florida Banks, 726 F.2d 682 (11th Cir. 1984).

^⑪ 两种证券的发行价格之比与转换率相等,但随着两者市价的下跌,至1976年,可转换债券市价仅相当于发行价的75%,普通股市价仅相当于发行价的50%,两者市价之比已大大偏离了转换率。从而,通过这一买一卖,内部人获得了77,000股普通股,而若行使转换权则只能获得49,895股。因此,出售行为几乎不可能受内幕信息驱动,内部人只要懂得简单的算术就知道该作出什么样的选择。Daniel B. Bogart, Mismatching Convertible Debentures And Common Stock Under Section 16(b), 1985 Duke Law Journal 1057, November, 1985, p1073, n109.

^⑫ Chemical Fund, Inc. v. Xerox Corp., [1964~1966 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) P91,653 (W.D.N.Y. March 28, 1966), rev'd on other grounds, 377 F.2d 107 (2d Cir. 1967).

^⑬ SEC规则16a-4(a)规定股票选择权为与其基本证券同类的股权证券,由此一个买入或卖出股票选择权的交易可与一个反向的股票交易相匹配。

就是买入权与股票属于同类证券,那么我们就有必要考察1月15日的取得买入权的行为是否可以与6月1日的卖出股票行为相匹配而构成16(b)下的“买入”。俄克拉荷马州北区法院1975年对 *Morales v. Mapco, Inc.* 案^⑬的判决被认为是首次对股票选择权交易的经济实质的承认。^⑭法定内部人取得一定量的公司股票的认购权,若未行使,在到期日前行使一单位认购权可以每股9元的价格买入股票,在到期日单位认购权可自动换取半股股票。内部人在取得行为发生六个月后、在到期日前行使了全部认购权,并即刻卖出所获股票。这里由于取得认购权发生在六个月之前,所以问题仍集中在行使认购权是否构成“买入”。由于一单位认购权可认为是半股股票与以9元的行使价格购买另半股股票的买入权的组合,因此对该案的分析实际上可以看作是针对股票选择权的行使而进行的。北区法院在认定行使行为属于“非传统交易”,从而应适用“实证标准”的基础上,认为基于三点理由可以得出不存在获利可能性的结论:(1)行使与卖出几乎发生在同时,无利用内幕信息公布前后价格波动的可能性;(2)由于在整个至少一年的期间内认购权的市价都是以股票市价为基础的,因而两者在经济上具有同质性;(3)行使发生在即将到期之前,若不行使,内部人将遭受损失,因而行使行为实质上是非自愿的。由此,该案中认购权的行使不构成16(b)下的“买入”。^⑮第一条理由实际上隐含着对相反观点的承认:法院认为内部人若在行使后只要持有股票达到哪怕是很短的一段时间,都可以强烈地推定获利可能性的存在。学者指出,即便如此,认购权的行使和股票的卖出可以分别认定为“买入”和“卖出”,但内部人也将因为整个序列没有实现利润(取得股票付出的对价,即认购权再加上每股9元的价金,与卖出股票获得的对价,即现金,

^⑬ Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 95,094, at 97,875 (N.D. Okla. 1975), revd., 541 F.2d 233 (10th Cir. 1976).

^⑭ R. W. Jennings, and H. Marsh, Jr., *supra*, p1351, n6.

^⑮ 联邦上诉法院第十巡回法庭推翻了北区法院的判决,判定该行使行为构成“买入”,但其说理并不充分,不足以辩驳本文提出的反对观点。Merritt B. Fox, *supra*, p2166.

具有相同的价值)而免除责任。^⑩第三条理由由于建立在“即将到期”这一前提之上,缺乏一般化的价值。比较而言,第二条理由对得出一个普适性的结论最为有力。所谓“经济上具有同质性”,其实是指股票选择权与股票属于同类证券。如前文所述,两者互换的交易不能脱离标的证券的市场风险、不能使成本或收益获得确定,因而也不能构成“买入”或“卖出”。本案中,由于认购权市价由股票市价所决定,随后者上升而上升,两者属于同类证券,从而,不仅半股股票的买入权的行使,而且认购权转换为另半股股票,都只会引起从一种证券到另一种同类证券的形式上的变化,不能构成对股票的“买入”。这一判决使少数法院将目光转移到了股票选择权的取得行为上。对于该取得行为是否构成16(b)下的“买入”或“卖出”的问题,法院最初由于案情的特殊性和复杂性选择了回避的态度,^⑪但似乎可以根据法院的判决认为,如果取得股票选择权时的某种特殊因素,如设定较高权金并约定行使时权金可充抵价款或股票选择权合同双方同时取得同一种基本证券的部位相反的股票选择权(如一方取得股票的买入权,另一方同时取得同一股票的卖出权),从而使其中一种股票选择权的行使成为必然的结果,则取得行为是可以被认为是一种“买入”或“卖出”的。最后,在一个判决的附带意见中,法院摆脱了这些特殊条件的束缚,对这一问题作出了一般性的肯定答复。被告根据与发行人的收购协议,取得了后者所发行股票超过10%的份额的

^⑩ Merritt B. Fox, *supra*, p2165, n168.

^⑪ Miller v. General Outdoor Advertising Co., 223 F. Supp. 790 (S. D. N. Y. 1963), *revd.*, 337 F.2d 944 (2d Cir. 1964). 被告与公司一大股东签订合同,被告获得该股东股票的买入权,同时该股东获得以相同价格将股票出售给被告的卖出权。被告买入权的到期日一再延展。原告主张其中一次延展构成“买入”,从而可以与被告六个月内的卖出股票的行为匹配。地区法院认为该行为不构成“买入”股票,同时该买入权也不属于16(b)下“该发行人的股权证券”。第二巡回法庭发回重审,但在判决中采取了回避的态度。由于股票选择权到期日的延展相当于续签合同,上级法院的意见是否显示了肯定这种行为构成“买入”的倾向?在该案中,由于卖出权和买入权的同时存在,使得无论未来股票市价高于或低于共同的行使价格,其中一个股票选择权都必将得到行使,加上所买卖的股票达到控制份额等特殊因素,使该判决作为普适性的判例的价值受到减损。Merritt B. Fox, *supra*, p2167, n182.

买入权,在六个月内,被告以 200 万现金为对价处分了该买入权。法院判决股票选择权属于 16(b)下的“股权证券”,因而其取得和处分均属传统交易,应适用客观标准,^⑪但遵照最高法院确立的主要股东身份认定的“买入前标准”,^⑫被告在取得该买入权之前并未具备主要股东身份,因此不须负责。法院在附带意见中特别指出,即便如原告所言,股票选择权的处分属于一种“非传统交易”,应适用“实证标准”,从而该处分行为应视为行使买入权并同时卖出所获股票,但是,几乎为所有的法院接受的将该行使行为界定为“买入”的规则也是“经不起仔细分析的”,因为,“取得买入权的人所取得的是以一既定价格买入股票的权利,如果股票市价最终上升,这个人行使该买入权并随后卖出股票,他所获得的利润反映的不是行使买入权之日与卖出股票之日之间、而是他最初取得该买入权之日与卖出股票日之间的市价波动。”^⑬

尽管这只是美国法院的一种少数意见,但本文认为是正确的意见。在前文的买入权交易模型中,构成短线交易的应当是取得买入权和出售股票这两个行为。将这一结论一般化,根据 SEC 规则创设的“等同买权地位”和“等同卖权地位”两个概念,^⑭取得买入权将构成“买入”,而取得卖出权则将构成“卖出”。具体而言,内部人若获悉利多信息,可以取得买入权,在到

^⑪ 如前文所述,传统交易不宜界定为“现金—股权证券”交易,特别是不应包含“现金—衍生证券”交易,因此本文不能赞同法院判决正文关于股票选择权的取得和处分都属于传统交易的观点。恰恰相反,这两种交易应归入非传统交易的范畴,适用实证标准。但这并不影响该判决附带意见的价值。

^⑫ 指应在买入股票之前而不是之后判断某人在买入时是否具备主要股东的身份。见前引 *Foremost-McKesson, Inc. v. Provident Securities Co.* 一案。

^⑬ *Seinfeld v. Hospital Corp. of America*, 685 F. Supp. 1057 (N.D. Ill. 1988). *Merritt B. Fox, supra*, p2168.

^⑭ 前者是指其价值随基本证券价值上涨而上涨的衍生证券地位,包括但不限于:可转换证券的多头地位、买入权的多头地位和卖出权的空头地位,见 SEC 规则 16a-1(b);后者指其价值随基本证券价值下跌而上涨的衍生证券地位,包括但不限于:卖出权的多头地位和买入权的空头地位,见 SEC 规则 16a-1(h)。等同买权地位的建立或增加、等同卖权地位的消灭或减少,将构成基本证券的“买入”;反之,等同买权地位的消灭或减少、等同卖权地位的建立或增加,将构成基本证券的“卖出”,见 SEC 规则 16b-6(a)。

期日前予以行使,这相当于按取得时市价购得股票;而若获悉利空信息,则可取得卖出权,在到期日前予以行使,这相当于按取得时市价出售股票,这两种行为都可以作为在先行为与后面的反向交易相匹配,构成 16(b)下的“买入”或“卖出”。同样,内部人在利空信息公布后取得买入权,实际上是按当时的市价补进股票,可以与信息公布前的卖出行为相配合而实现市价下跌的利润;而在利多信息公布后取得卖出权,实际上是按当时市价出售股票,可以与信息公布前的买入行为相配合而实现市价上涨的利润,因此,股票选择权的取得也可以作为在后行为与先前的反向交易相匹配而构成“买入”或“卖出”。需要指出的是,前文的交易模型主要针对该取得行为与对股票的反向交易相匹配的情形,但取得买入权和取得同一股票的卖出权同样可以相互匹配而构成短线交易。一个特别的例证是:如果内幕信息既非利多也非利空,而是揭示未来市价将剧烈变动、但不确知其变动方向,比如,本公司正进行一项高风险、高报酬工程,再比如,本公司正进行一次成败概率各半的收购谈判,该消息在公开之前已部分地反映在股价的上升中,从而谈判的不同结果会引起股价不同方向的剧烈变动,在这种情况下,内部人可以购买双向选择权,从而无论股价向哪个方向变动,内部人都可获得超过所付权金的价差利润。^⑫因此,内部人取得双向选择权的行为应同时构成“买入”(取得买入权)和“卖出”(取得卖出权),从而引起 16(b)下的归入责任。但是,应当注意的是,两者构成一个不可割裂的整体,不能将其中之一(如取得买入权的行为)分离出来与其他的反向交易(如卖出股票的行为)相匹配。

五、选择权取得的解释技术

在肯定了股票选择权的取得可以随选择权类型的不同而构成“买入”或“卖出”之后,下一个问题就是将该行为解释成对哪一种证券的“买入”或“卖出”更为得当。法院对此采取了两种途径:一是行为解释法,即将股票选择权的取得行为解释为对其基本证券(股票)进行的交易;一是证券解释法,即将股票选择权本身解释为 16(b)所谓的“该发行人的任何股权证券”。前者

^⑫ Karl Shumpei Okamoto, *Oversimplification And The SEC's Treatment Of Derivative Securities Trading By Corporate Insiders*, *Wisconsin Law Review*, 1993, p1311.

的优点在于,不会产生股票选择权是否属于 16(b)所谓的“该发行人的任何股权证券”的诸多问题。行为解释法在具体技术上可采取两种方法,一是将取得股票选择权的行为解释为 1934 年证交法第 3 条 a 款 13 项对“买入”定义中的“其他进行取得的合同”或 14 项对“卖出”定义中的“其他进行处分的合同”,然而,在股票选择权合同中,由于仅有选择权卖方承担购买或出售证券的义务、买卖双方权利义务是不对等的,该合同是否可以视为国会所谓的买卖基本证券的“合同”,值得疑问;另一种方法则更为直接,1934 年法第 3 条 a 款对所作定义有一个一般性例外:“除非条文另有要求”,在此基于股票选择权交易和传统交易的经济同质性和 16(b)的客观规范目的,可认为将股票选择权的取得等同于对股票的交易正属于 16(b)的特别要求。若采证券解释法,根据 34 年法第 3 条 a 款 10 项对“证券”的定义和 SEC 的 3a11-1 规则对“股权证券”的定义,股票选择权均包括在其中。然而,问题在于,对于基本证券(股票)的发行人而言,股票选择权是否属于“该发行人的”股权证券?^⑭ 依“of”一词在 1934 年其他条文中的含义和律师的观点,应作“由该发行人所发行”解,但这样一来,除认购权之外的大多数股票选择权由于不是由股票发行人所发行的,将被排斥在 16(b)适用范围之外。^⑮ 如果直接将“of”解释为“与该发行人有关的”,当可解决这一问题。^⑯ 但是,何谓“有关”? 采用这种模糊的解释可能无益于 16(b)适用范围的明晰化,因此学者认为,这种解释只有在为避免适用“股票选择权行使说”的意义上使用时才是必要的。^⑰

六、股票选择权的处分

在这里,股票选择权的处分主要包括两种情形,一是股票选择权的绝对消灭,如买方在到期日之前放弃行使或取消股票选择权;一是股票选择权的

^⑭ 16(b)原文为“any equity security of such issuer”,其中“of”一词是指“由……发行”(issued by)还是指“与……有关”(connected with 或 relating to),遂滋生疑义。

^⑮ Merritt B. Fox, *supra*, p2159.

^⑯ SEC rule 16a-1(d)明确采此解释,规定“该发行人的股权证券”是指任何与基本证券发行人有关的股权证券或衍生证券,而无论该证券是否发行人所发行。

^⑰ Merritt B. Fox, *supra*, p2159.

相对消灭,如买方将股票选择权出售给第三人。对于前者,SEC 规则将其明确排除在 16(b)适用范围之外,条件是股票选择权买方从中未取得任何利益。^⑭对于后者,SEC 规则将其纳入上述“等同买权地位”和“等同卖权地位”的概念之中,从而,出售买权是建立一个等同卖权地位,构成 16(b)下的“卖出”;出售卖权则是建立一个等同买权地位,构成 16(b)下的“买入”。^⑮学者认为,由于国会立法对“买入”和“卖出”的定义只包括了取得和处分证券的合同、未将处分该合同本身包括在内,^⑯而股票选择权的出售实际上是选择权合同的转让,SEC 规则将该行为界定为“买入”和“卖出”违反了国会的授权。^⑰那么,对于法院而言,内部人出售股票选择权的行为是否具有利用内幕信息投机获利的可能性呢?由于市场均衡的力量,内部人出售所获得的对价—权金应相当于在出售当时行使该选择权并即时出售所获股票或补进所售股票所获得的利润。如果根据这种经济实质上的类比把出售行为分解为两个行为,根据前文的结论,前一个行使行为可以忽略,出售应随后一个交易行为而构成“买入”或“卖出”。^⑱由此,就很容易得出该出售行为可以与前后六个月内取得同一股票选择权的行为相匹配的结论。但是,这里忽略了一点,出售人与选择权买方不同,他没有获得买卖股票的权利。

^⑭ SEC rule 16b-6(e).

^⑮ SEC rule 16b-6(a).

^⑯ 前引美国 1934 年证交法第 3 条 a 款第 13、14 项。

^⑰ Karl Shumpei Okamoto, *supra*, p1328. 如本文在其他地方所提到的,根据 1934 年法的授权,SEC 只具有将某些交易豁免于、而不是纳入 16(b)的适用范围的有限立法权。

^⑱ 在取得买权之后又予转让的模型中,由于取得与转让之间相距六个月以上或类似前引 *Seinfeld v. Hospital Corp. of America*. 案中被告不具“主要股东”身份等原因,原告往往主张买权的转让相当于行使该买权并同时卖出行使所得的股票,从而同时构成“买入”和“卖出”,但还没有得到任何一个法院的接受。Portnoy v. Seligman & Latz, Inc., 516 F. Supp. 1188 (S.D.N.Y. 1981)(内部人将认购权转让与承销商,承销商行使该认购权并卖出基本证券,转让行为由于不具有投机滥用的可能性而不构成“买入”和“卖出”);Rosen v. Drisler, 421 F. Supp. 1282 (S.D.N.Y. 1976)(股票选择权的转让不构成“买入”和“卖出”,因为是发行人提出购买该选择权的要约的,原告未能证明该转让存在投机滥用的可能性)。Merritt B. Fox, *supra*, p2164, n162.

利,而是承担着相应的潜在义务;在选择权因处分而绝对消灭之前,他的权金收益是不确定的,蕴含着被未来的行使所带来的亏损抵消的风险。以买入权为例,如果内部人获悉利多内幕信息,取得买入权并于六个月内出售,在出售行为完成之后,内部人并没有脱离买入权市价波动的风险,相反,由于处在买入权卖方的位置,他理论上将承担无限的市场风险,从而也没有确定地实现取得与出售时买入权的市值差异;如果内部人获悉利空内幕信息,在信息公布前出售买入权,但他并不需要在信息公布后补进同一买入权来实现其利润,他只需要等待到期日的经过就可以确定地获得出售所得的权金。因此,SEC针对这种情况专门规定,如果股票选择权在出售之后六个月内到期未行使或被取消,从该股票选择权出售中获得的任何利润都应依16(b)返还,但返还额以所获得的权金为限。^⑭单独的一个出售选择权行为虽然无法构成16(b)下的一个序列,但法院可以SEC这一条特别规定为依据追究行为人的归入责任,从而可以更有效地防止法定内部人利用内幕信息损害广大选择权投资人的利益。但是,就取得与出售选择权构成的序列来说,由于出售行为带来的不确定性,滥用可能性是难以成立的。实践中,股票选择权的卖方和买方通常通过冲销性交易来了结其持有的选择权交易部位。^⑮这是选择权交易双方获取利润或限制损失的一种主要方式,如果认为发生在六个月内的取得和出售选择权的行为可以构成相互匹配的“买入”或“卖出”的话,那么,股票选择权市场将不可能保持今天的活力。

但是,上述结论的得出,是以出售股票选择权后卖方仍然承担着股票及股票选择权市价波动的风险为前提的。在特定情形下,如果选择权交易的双方不是基于赢利或避险的目的,而是为了公司控制权转移的目的进行交易,从而可以事先确定选择权买方将行使该选择权,那么,上述结论将不再适用。McDonough及其妻子于3月16日各自购得的Cudahy公司股份之

^⑭ SEC rule 16b-6(d).

^⑮ 在此所谓“冲销性交易”(offsetting transaction, closing transaction)是指购入(对选择权卖方而言)或售出(对选择权买方而言)完全相同的股票选择权,即,相同数量的同一股票、相同到期日、相同行使价格、相同类型的股票选择权。卢飞山,前引书,第189页;常力、杨林,前引辞典,第92页。

和超过了总股份的10%,McDonough随后进入该公司的董事会并当选董事长。7月20日,McDonough夫妇与Smelting公司签订了一份选择权合同,授予后者一项在10月1日或之前以每股9元买入前者几乎所有的Cudahy公司股份的买入权。9月27日,后者完成了对该买入权的行使。Cudahy公司一股东于是诉请McDonough夫妇返还从上述交易中获得的61.2万元利润。^⑭在本案中,3月16日买入行为发生时被告是否对妻子的股份拥有“受益所有权”以及是否具备主要股东的身份并未引起争议,^⑮争讼问题在于,7月20日股票选择权合同的签订是否构成“卖出”行为?法院得出了肯定的结论。法院的判决理由如下:(1)权金(35万元)高达股份总售价(244.8万元)的14%以上,实质上阻止了选择权买方放弃行使该买入权;^⑯(2)依照选择权合同的规定,被告于签约后即将股票背书与第三方保存,并约定俟选择权买方支付价款后第三方即应将该股票移转给该买方;(3)同时,被告授予选择权买方所有待出售股份上的委托投票权;(4)签约几天之后,被告即辞去董事职务,由选择权买方的代表接替;(5)3月16日的买入发生之后刚过六个月不久,股票选择权就被实际行使。因此,买入权在出售时实际上已经确定将被行使,股份实质上已于选择权合同签订时转让,之后的行使行为只不过是合同双方为规避归入责任所作出的一种安排。诚如法院在判决中所云,“内部人不得通过改变交易投机的书面形式来逃避责任;重要的是交易的商业实质而非其形式,法院应防备内部人用以掩盖其股票的有效转让的虚假交易”,法院认定出售买入权行为的实质,是多方面证据

^⑭ 前引Bershad v. McDonough案。

^⑮ 法院对这两个问题均予肯定。对第一个“受益所有权”问题,值得赞同;但对第二个“身份认定”的问题,法院显采“买入后即刻”标准,是否符合16(b)的客观规范目的,则值得疑问,实际上,这一标准已在Foremost-McKesson, Inc. v. Provident Securities Co.一案中被否定。

^⑯ 在该案的选择权合同中,双方约定若买方行使选择权,权金将充抵部分价款。在Kern Country案中,我们也可以发现类似的约定。这种与一般股票选择权交易不同的约定,都出现在公司并购交易的背景下,证明这时的卖方并不以赚取权金为目的,相反,还抱着鼓励买方行使选择权的心态。

支持的结果。^⑬

出售“双向选择权”的行为,即向同一个选择权买方同时出售相同股票、相同到期日的买入权和卖出权,是否与取得“双向选择权”一样可以同时构成“买入”和“卖出”呢?一个内部人同时出售了同样为期一年的 1000 股某种股票的买入权和 500 股该股票的卖出权,总共获得 5000 美元的权金。^⑭法院指出,该内部人之所以采取出售双向选择权的策略是因为他预期未来市价将保持稳定,从而选择权买方不会行使任何一项股票选择权,但是,如果认为内幕信息可以使内部人毫无风险地作出本公司股价将在一年内保持稳定的判断,这样一种观点是“完全站不住脚的”。^⑮鉴于并不存在对未来股价保持稳定作出无风险判断的内幕信息,学者认为,SEC 规则将股票选择权的出售一概纳入“买入”或“卖出”范畴属于过分简化。^⑯本文认为,通常情形下,股票选择权(不仅是双向选择权)的出售都不应构成“买入”或“卖出”。

七、员工股票选择权与股票增值权

为降低代理成本、促使公司管理层为股东财富的最大化而决策,形形色色的员工持股计划遂应运而生。其中最基本的两种形式为员工股票选择权(Employee Stock Options,简称 ESOs)与股票增值权(Stock Appreciation Rights,简称 SARs)。前者为公司授予员工本公司股票的买入权,以鼓励员工积极工作、推动公司市值上升;后者与前者类似,只不过员工若行使该增值权,可按行使时市价高于行使价格的差额直接从公司获得现金或等值的公司股票,而不必实际从公司购买股票再于市场上出售。对于参加这种员工持股计划的公司董事和高级管理人员来说,他们通常只有在准备出售所

^⑬ 在 Kern Country 案中,对于 Occidental 公司向 Tenneco 公司的子公司出售买入权的行为,虽然权金也接近总售价的 10%,但法院认为,与本案的区别在于,选择权卖方在签约后并未移交优先股上的所有权益,因此在该行为发生时是否行使对卖方仍具有不确定性,不应构成“卖出”。

^⑭ 由于所出售的买入权较多,为避免风险,该内部人保持着相应的股票多头地位。如前文所述,即便买入这些股票的行为发生在出售股票选择权前后六个月内,也不能与该出售行为相匹配,因此这一因素在本案中可以忽略。

^⑮ Silverman v. Landa, 306 F.2d 422, 425 (2d Cir. 1962)。

^⑯ Id., p1333。

获得的股票时才会行使员工股票选择权,由此,行使之日距出售股票之日往往不足六个月,此行为是否引起 16(b)下的归入责任,不仅仅应从规范短线交易的角度考虑,还应兼顾促进公司管理激励的经济政策能否有效贯彻。与对待普通买入权的態度相同,几乎所有法院判例均认为员工股票选择权的行使构成对该股票的“买入”。^⑭如前文所述,将行使界定为“买入”是不符合 16(b)的客观规范目的的,同时,这将会导致公司管理层参与员工持股计划的积极性受到严重挫伤,故应予以否定。^⑮另一方面,对于员工股票选择权的取得,法院认为与从市场上取得买入权一样,要成为“买入”只有通过两种解释方式:第一种方式是将其取得视为对股票的“买入”,由于违背了 *Blau v. Ogsbury* 案所确立的“买入”标准,法院拒绝采用这种解释;第二种方式是将员工股票选择权本身视为“该发行人的股权证券”,由于该种股票选择权都是由发行人出售和授予的,因此避免了前文所述的对“的”(of)字解释上的困难,但是,由于员工股票选择权通常是不可转让的,法院认为,不具有可流通性的证券不应属于法律上的“股权证券”,^⑯因此第二种解释方式也自然受到排斥。法院据此得出结论,员工股票选择权的取得不属于“买入”。关于第一种解释方式所遵循的“买入”标准的谬误,前文已进行了充分驳斥,在此不再赘述。但是,股票选择权是否必须具备可流通性,才能构成 16(b)下的“股权证券”,却值得研讨。这里的实质问题是,股票选择权的可流通性,对其取得是否构成“买入”或“卖出”(在员工股票选择权的情况下,则为“买入”)有何影响?也即是,是否会影响到对该行为进行可能性检验的结果?事实上,股票选择权即便是不可流通的,由于其基本证券(股票)是可以

^⑭ *Arrow Distrib. Corp. v. Baumgartner*, 783 F.2d 1274, 1276-77 (5th Cir. 1986); *Riseman v. Orion Research, Inc.* 749 F.2d 915, 920 (1st Cir. 1984); *Matas v. Siess*, 467 F. Supp. 217, 224 (S.D.N.Y. 1979).

^⑮ SEC 规则 16b-3(a)和(e)已有条件地将公司管理层取得和行使买入权的行为作为“发行人与其董事或高级管理人员之间的交易”的一种概括地豁免于 16(b)的适用范围之外。

^⑯ 前引 *Miller v. General Outdoor Advertising Co.* 一案中地区法院否定股票选择权为一种股权证券的理由之一就是不具有可流通性。

自由流通的,内部人仍可以通过行使该选择权、按行使价格购买或出售股票,再出售或购入股票来获得价差利润。法院认为,由于股票选择权的行使不构成对该选择权的“卖出”,股票选择权的不可流通性导致难以找到一个“卖出”行为与取得股票选择权相匹配,^⑭如前文所述,通常情况下这种序列本身就不满足可能性检验,同时,这种观点还忽略了取得员工股票选择权与出售股票行为相匹配的可能。因此,至少就衍生证券而言,施加“流通性”的要件是没有意义的,法院对第二种解释方式的否定论证不具说服力。学者指出,实际上还存在着一种更合理的解释,即,由于员工股票选择权的取得显然不属于“现金—股票”交易,所以应适用“实证标准”。与从市场上取得股票选择权不同,在取得员工股票选择权的情形下,是否授予及何时授予股票选择权均取决于公司的集体意志或公司既定的补偿制度(这种制度一般是在超过六个月之前所制定的),不以取得人的意志为转移,因此该选择权取得既不可能受利多信息的驱动,也不可能与在先的基于利空信息的“卖出”行为相匹配,从而不应构成“买入”。^⑮SEC 现行规则将员工持股计划涉及的交易作为“发行人与其董事或高级管理人员之间的交易”的一种予以豁免。SEC 认为,该种交易旨在补偿服务和激励管理,一般不具有与市场上同类交易同等的滥用可能性,而且,由于是发行人作为交易的另一方,内部人的任何获利也不是以损害不知情股东或其他市场参与者为代价的,因此,只要依照符合国内税收法(Internal Revenue Code)和员工离职收入担保法(Employee Retirement Income Security Act)所设置的行政管理要求和非歧视标准或者其他客观条件的计划而发生,就应予豁免。这种观点过于简化,实际上,不应孤立地看待每一个“买入”或“卖出”行为,可能性检验的对象是整个序列。如果一个序列中的两次交易都在内部人与发行人之间进行,可能性检验无疑难以得到满足;但如果其中只有一次交易发生在两者之间,则并不会影响整个序列满足可能性检验。因此,取得员工股票选择权的行为不构成“买入”或“卖出”的原因,主要还在于该行为的非自愿性。SEC 规则

^⑭ Merritt B. Fox, *supra*, p2184.

^⑮ *Id.*, p2185.

专门对该取得行为有条件地予以豁免,^{④6}但是,SEC所设置的豁免条件是否能够起到甄别自愿的取得和非自愿的取得的作用,值得疑问。^{④7}这使得法院在审查满足这种豁免条件的取得行为是否属于16(b)下“不为本款目的所包含”的情形时,可能会得出否定的结论。我们还应看到,自愿性只是在先行为而不是在后行为满足可能性检验的必要条件,因此,如果满足“可预见”的条件的话,取得员工股票选择权可以作为在后行为与前面六个月内发生的“卖出”行为相匹配。例如,内部人事先得知在公司年底测评中自己将被授予一定的员工股票选择权(对于具有控制地位的内部人来说,这种情况尤其可能),同时获悉在此之前公司年报将披露一则利空信息,该内部人于是在7月份卖出公司股票,在年底以较低的行使价格取得买入权,从这一出一进中获取价差利润。虽然这种例子在现实中可能并不常见,但作为内部人用以逃避法律责任的一种手段,法律仍有防患于未然的必要。法院在个案中遇到这种内部人事先可能预见到一项非自愿交易必将发生的情况尤其需要谨慎,不可仅因为该交易行为是非自愿的就贸然得出可能性检验不

^{④6} SEC rule 16b-3(d). 该款规定任何涉及发行人的授予、奖励或从发行人处以其他形式取得(股权证券)的交易若满足三个条件均可获得豁免,简列之:(1)获发行人的董事会或由两个以上外部董事组成的董事委员会批准;(2)获多数股东批准或追认;(3)董事或高级管理人员取得后持有该股权证券达六个月,若所持有者为衍生证券,则在取得后六个月内不得处分(不包括行使或转换)该衍生证券及其基本证券。

^{④7} 即,该条件是否将豁免交易限定于取得人对是否授予员工股票选择权及授予的时间不具有自主决定权的情形。SEC91年规则曾规定员工股票选择权授予的条件、数量、时间等应由既定程式或无利害关系的董事组成的委员会确定,并根据书面计划作出,在相当程度上排除了取得人具有自主决定权的情形,但可惜的是,该项条件在1996年规则中已被删去。现行规则只要求取得行为经董事会及股东的批准,然而,如果取得人具有自主决定权,往往意味着对公司事务拥有相当程度的控制力,这种批准程序也将流于形式;同样,六个月持有期间的要求也不能起到甄别的作用,无论取得是否自愿,均须受其限制,由于取得人在此期间内不得出售行使员工股票选择权所获得的股票,这在一定程度上将减弱员工持股计划的吸引力。如果取得人具有自主决定权,持有期间要求对防止短线交易的作用也是相当有限的:取得人虽不能在取得后六个月内处分员工股票选择权及股票,但可以在取得前六个月内为之,例如取得人获悉利空的内幕信息,卖出公司股票,并于六个月内取得员工股票选择权,可以不负责任;而且,取得人在取得员工股票选择权前后六个月内取得同一股票的卖出权,同样可以逍遥法外。

成立的结论。

对于股票增值权而言,其取得与员工股票选择权的取得并无区别,自然也应适用上述结论,关键在于如何界定其行使行为。现实中的股票增值权按行使所获利益的不同可分为两类:第一类股票增值权的取得者在行使时只能获得现金;第二类增值权的取得者则可选择获得现金或等值的股票。对第一类增值权而言,有种观点认为其行使在经济实质上等同于行使员工股票选择权后即刻卖出所获股票,因此同时构成股票的“买入”和“卖出”,^⑭但大多数法院判决对此持反对意见。如前文所述,将行使界定为股票的“买入”是不符 16(b)的客观规范目的的,但是,股票增值权的行使可否认为是股票的“卖出”呢?试举一例,内部人被授予 100 股本公司股票的的第一类增值权,行使价格为每股 4 元,当股票市价升至每股 5 元时,内部人行使增值权,从而获得 100 元现金。显然,在股价高于行使价格的情况下,行使时股价越高,内部人获得的现金也将越多,也就是说,内部人的现金收入与股票市价的波动呈正相关关系。由此,我们就可以推论,就获利可能性而言,这种行使行为与“卖出”股票具有同等的意义。即便因为取得行为的非自愿性,行使行为不能与前面六个月内的取得相匹配,但这并不妨碍该行使行为与前后六个月内的其他的“买入”行为相匹配而构成“卖出”。获悉利空内幕信息的内部人可以行使增值权,并在之后六个月内该信息公布后买入相应数量的股票(在上例中,即为 20 股),从而获取短线利润;内部人若在此之前六个月内获悉利多内幕信息并买入了股票,同样可以待信息公布后行使增值权,实现在先的买入行为所预期的利润。另一方面,如果上例中内部人取得的是第二类增值权,情况又将如何呢?依照上述分析,内部人若选择现金,其行使行为将构成“卖出”;若选择股票,在经济实质上相当于行使员工股票股票选择权后卖出所获股票的一部分,而余下股票的市值等于选择现

^⑭ Matas v. Siess, 467 F. Supp. 217 (S.D.N.Y. 1979).

金方式下可获得的现金。这两种对等的选择是否应当受到法律的同等待遇,^⑭从而将选择股票的行使方式也界定为“卖出”?^⑮在行使行为完成之后,内部人仍然承担着股票市价下跌的风险,在出售所获股票之前,内部人并没有获得确定的收益,因此,本文认为,该行使行为是不能与一个“买入”行为相匹配而实现价差利润的,从而是不能构成“卖出”的。

八、小结

SEC 1996 年规则的最大特色在于建立了一个以“等同买权地位”和“等同卖权地位”两个概念为核心的简明系统,同时,把员工持股计划下的交易纳入内部人与发行人之间交易的范畴予以一般性的豁免。如前所述,这种规定不可避免在某些情况下显得过于简化,不能适应现实中股票选择权交易千变万化的形式的需要,实际上,法院并未接受这一规定体系,而是在个

^⑭ Freedman v. Barrow, 427 F. Supp. 1129, 1151-52 (S.D.N.Y. 1976)(行使一项 SARs 的同时交回一项 ESOs 被认为是内部人对两种补偿办法作出的选择,因此不构成“买入”和“卖出”); Rosen v. Drisler, 421 F. Supp. 1282, 1287-88 (S.D.N.Y. 1976)(公司买回授予内部人的股票选择权,实际向内部人支付买回时与授予时的价差,该行为因为“不具投机可能性”而被认定为不能等同于 SARs 的行使)。这些判决理由被学者批评为“只重形式不重实质”。如前文所述,“补偿性现金结算凭证”,包括只能获得现金的股票增值权,在 SEC95 年建议规则之前若满足一定条件即可不受第 16 条调整,在 95 年规则中该种凭证与非现金结算凭证受到了同等待遇。SEC 在之前的一份征询通告中揭示了这一变动的原因:既然以股权为基础的证券都具有从其基本证券的价格波动中获利的同等可能性,那么无论是否仅以现金或股票结算,无论由股东和证券分析师看来,现金结算凭证是否具有与可以股票结算的凭证同样的 16(a) 下的信息价值,这两种凭证都应受到同等的待遇,仅对现金结算凭证予以豁免因而不恰当的。Release No. 34-34681 (September 16, 1994)[59 FR 48579]。本文认为,这里所谓的“同等待遇”,是指无论是现金结算凭证还是非现金结算凭证,只要其取得满足相同条件,取得行为与行使行为构成的序列就可以豁免于第 16 条适用范围之外。

^⑮ 从与内幕信息的对应关系来看,该行使行为不可能构成股票的“买入”。假如在上例中内部人取得的是第二类增值权,并且已知该内部人将选择获得股票的方式,由于股价的下跌将减少他获得的股票数量,利空内幕信息将驱使他在该信息公布之前行使增值权;同样,由于股价的上涨将使他获得更多的股票,利多内幕信息将驱使 he 等到信息公布后再行使增值权。这说明确对增值权行使行为的考察仅限于对其是否构成“卖出”的考察。

案中根据 16(b) 的客观规范目的予以司法审查。^⑮ 但是,法院在进行个案衡量时,由于对该目的未能形成正确的认识,忽视了交易形式所掩盖的经济实质,导致了错误的结论。这集中体现在由于没有遵循可能性检验的应有准则,以至于将股票选择权的行使、而不是其取得界定为“买入”或“卖出”,得出了与可转换证券判例相矛盾的结论。同样是因为没有抓住事物的本质,法院在对员工持股计划中的交易进行分析时,不可避免地产生了认识上的偏差。

本文结论暨对我国法的意义

本文对短线交易法下“买入”和“卖出”行为的解释问题的探讨,旨在为确立目的解释的一般规律提供一个较为典型的范例,希望以下几点初步结论对此有所助益:(1)法律的客观规范目的,不仅指最后一个层次的目的(抑制内幕交易),还指法律所采取的特定模式所揭示的更具体层次上的目的(威慑法定内部人),在解释时不能以前者代替后者;(2)目的解释的内涵不仅包括了可能性检验的适用,还包括了可能性检验的不适用;16(b)确立的客观标准的价值不容否定,法院应为客观标准保留一个明确、适当的适用范围,实践中,法院所采用的“传统交易”的界限虽然在逻辑上的依据并不充分,但从司法实践的角度来看,其合理性应予肯定;(3)可能性检验的对象应当是整个序列,序列的整体性要求,对序列中任何一个行为进行解释都应对整个序列的滥用可能性进行考察,检验应关注交易的经济实质,考察其是否具有利用内幕信息从标的证券的市价波动中获利的可能性。

上述结论是否适用于我国法上相关术语的解释,取决于对其所属规定的立法意旨的准确界定。我国《证券法》第 42 条显然是对美国 1934 年证券交易法 16(b) 的继受,虽然其主体仅限于主要股东,但这并不影响该条与 16

^⑮ 在 *Greene v. Dietz*, 247 F.2d 689 (2d Cir. 1957) 一案中,法院对 SEC 制定的一项员工股票选择权交易豁免规则的效力持否定态度,理由为其“宽泛的用语可能容许内部人进行某些 16(b) 所欲防止的行为”,但由于被告善意地依赖了该规则,判定其不负责任;之后 *Periman v. Timberlake*, 172 F. Supp. 246 (S.D.N.Y. 1959) 一案则明确判定该规则因与法规明示目的相矛盾而无效。

(b)具有同样的立法意旨,从而对其“买入”和“卖出”用语的解释也应遵循本文总结的准则。有疑问的是,我国《公司法》第147条第2款禁止股份有限公司董事、监事、经理在任职期内转让所持本公司股份的规定,是否以规范短线交易为主要目的?我国多数公司法论著认为,该款目的在于促进公司管理层忠于职守,加强其对公司的责任心,保护公司股东和债权人的利益。^⑮显然,这一看法认为禁止转让持股有利于使管理层对公司保持一定的所有权,从而产生利害与共的信念。本文认为,基于以下几条理由,该款的主要目的应在于防止管理层的短线交易行为。第一,从立法变迁角度来看,在《公司法》之前发布的《股票发行与交易管理暂行条例》第38条将公司管理层纳入短线交易主体之中,^⑯而《证券法》第42条则将管理层排除出所规范的主体范围之外,这一变化不是因为管理层进行短线交易的可能性或危害性较小,^⑰而是因为《公司法》第147条对其已经加以更为严厉的规范;第二,从相关规定来看,证监会《关于加强对上市公司董事、监事、经理持有本公司股份管理的通知》(1996年4月22日,证监发字[1996]54号)第三项规定上市公司董事、监事、经理在离职六个月后方可出售自己所持有的本公司股份,这一规定显然与增强管理层与公司的利益关联无关,其目的在于防止管理层在临近离职之前增加持股、旋即离职后不久卖出,在六个月内进行短线交易获取利润,从而规避《公司法》第147条第2款的规定。第三,从

⑮ 江平主编:《中国公司法原理与实务》,科学普及出版社1994年版,第280页;潘嘉玮:《中国公司法论》,广东人民出版社1994年版,第223页。

⑯ 1993年4月22日由国务院发布。该条条文如下:“股份有限公司的董事、监事、高级管理人员和持有公司百分之五以上有表决权股份的法人股东,将其所持有的公司股票在买入后六个月内卖出或者在卖出后六个月内买入,由此获得的利润归公司所有。前款规定适用于持有公司百分之五以上有表决权股份的法人股东的董事、监事和高级管理人员。”在我国惟一例短线交易案“宝延风波”中,证监会即依据此条作出一项处理决定。见1993年10月25日“证监法字[1993]99号”《关于对深圳宝安(集团)上海公司、宝安华阳保健用品公司、深圳龙岗宝灵电子灯饰公司违反证券法规行为的处罚决定》。但该案中的行为显属“传统交易”,在解释上尚不至产生问题。

⑰ 恰恰相反,美国立法、司法实践、学术论著都肯定了管理层内部人由于直接控制公司事务,较之主要股东具有更大的滥用可能性,我国现实情况也证明了这一点。

规范方式上看,禁止转让并不能保证管理层持有一定股份,如果要维持管理层持股数量,何不直接规定一定的最低持股比例,低于此比例则施加罚则?^⑮而禁止转让持股则可以使公司管理层无法进行一对反向交易,尽管这种规范短线交易的方式显得过于严厉,^⑯但无疑具有易于监管的优点。第四,从现实发展趋势来看,要求公司管理层具备股东身份甚至持有一定数量股份的规定违背“企业所有与企业经营相分离”的潮流,有碍资本的聚集和人才的吸收,不适应现代企业经营管理的需要,而且,管理层持有一定股份是否有利于提高公司绩效,并未获得实证研究的充分支持。^⑰国内部分论著也持有与本文相似的观点。^⑱叶著明确指出《公司法》第147条第1、2两款都是对短线交易的规范。该条第1款为对发起人转让持股的限制,《实务导读》认为该款目的在于防止发起人滥用公司设立行为、增强其在创办过程中的责任感、保护公司或其他股东的利益,本文赞同这种观点,该款主要目的不在于规范短线交易行为。但《实务导读》同时认为,该条第2款的目的既是为了把管理层的利益与公司的利益联系起来,调动前者的经营积极性,也是为了防止其进行“内幕交易”。从客观标准到实证标准:试论“短线交易”行为要件的目的解释。因此,对于《公司法》和《通知》中使用的“转让”、“出售”两词,相当于《证券法》第42条的“卖出”,本文对其解释也有适用的余地。

^⑮ 如台湾《公司法》第197条第1项规定董事于任期中转让选任当时所持有之公司股份数额二分之一时,当然解任。另据台湾《证券交易法》第26条第2项,全体董事所持有记名股票之股份总额低于规定成数时,应于规定期限内补足或由股东大会予以改选。

^⑯ 例如,管理层内部人在任职期间内出售就任前购入的股票,这一序列并不满足可能性检验,却同样受到禁止。

^⑰ 赖英照:《证券交易法逐条释义》(第二册),1986年自版,第165~201页;赖英照,前引第四册,第173~184页;江平,前引书,第280页。

^⑱ 叶林:《证券法》(21世纪法学系列教材),中国人民大学出版社2000年版,第296页;全国人大财经委经济法室编:《证券法实务导读350题》,经济日报出版社1999年版,第171页。